



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

TITOLO

Crisi d'impresa e Workers Buyout: il caso Greslab

RELATORE:

Prof. Gianluca Mattarocci

CANDIDATO:

Marco Costantini

Matricola: 225001

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

INTRODUZIONE	3
1. IL LEVERAGED BUYOUT	4
1.1 INTRODUZIONE AL LEVERAGED BUYOUT	4
1.2 ORIGINE E DIFFUSIONE	5
1.3 TIPOLOGIE DI BUYOUT	8
1.4 PRINCIPALI AGENTI COINVOLTI	9
1.5 LE FONTI DI FINANZIAMENTO.....	12
1.5.1 <i>Bank Debt</i>	13
1.5.2 <i>High Yield Bond</i>	14
1.5.3 <i>Mezzanine Debt</i>	15
1.5.4 <i>Equity Contribution</i>	15
1.6 CONCLUSIONI.....	16
2. LA DISCIPLINA DEL WORKERS BUYOUT	17
2.1. PANORAMICA SUL WBO	17
2.2. CENNI STORICI SUL WBO.....	20
2.3. WORKERS BUYOUT IN ITALIA.....	23
2.3.1 <i>L'utilizzo della forma cooperativa</i>	23
2.3.2 <i>Agenti finanziari coinvolti</i>	23
2.3.3 <i>Profili legali in ambito WBO</i>	25
2.4. WORKERS BUYOUT E VITA DELL'AZIENDA	29
2.5. CONCLUSIONI.....	31
3. GRESLAB: ANALISI DI UN CASO DI WORKERS BUYOUT	32
3.1 INTRODUZIONE E PROCESSO DI WBO.....	32
3.2 DESCRIZIONE DELL'IMPRESA PRIMA DELLA CRISI AZIENDALE.....	34
3.3 LA PERFORMANCE DELL'IMPRESA DOPO IL WBO.....	43
3.4 LA PERFORMANCE DI GRESLAB RISPETTO AI COMPETITORS.....	47
3.5 CONCLUSIONI.....	49
CONCLUSIONI	51
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI.....	53
APPENDICE.....	55

Introduzione

La crisi di impresa è un fenomeno al quale l'economia è sempre più esposta al giorno d'oggi. La globalizzazione ha da una parte aperto nuove frontiere alle imprese, mentre dall'altra ha reso le economie di tutti i paesi sempre più strettamente correlate. Questa correlazione ha fatto sì che la crisi del mercato americano risalente al 2007 si espandesse a livello globale. Molte aziende sono fallite a causa di tale crisi, una delle quali è stata Ceramica Magica, oggetto dello studio della presente tesi.

Essendo queste le condizioni odierne dei mercati, è d'obbligo cercare di trovare un rimedio, o quanto meno un escamotage, per riuscire a risollevarle e ristrutturare quelle imprese che altrimenti andrebbero in fallimento. Questo elaborato ha il fine di evidenziare l'efficacia di uno strumento denominato Workers Buyout (WBO) come metodo di risanamento delle imprese. Il WBO è un processo di ristrutturazione aziendale in cui i lavoratori acquistano una quota di maggioranza dell'impresa che li impiega, e presenta spesso la partecipazione attiva dei lavoratori nella gestione dell'azienda.

Il WBO fa parte della più ampia categoria del Buyout, nella quale rientra il più noto processo di Leveraged Buyout (LBO). Questa categoria è ampiamente utilizzata per acquisizioni di imprese tramite utilizzo di indebitamento e verrà posta sotto analisi nel primo capitolo con il fine di averne una panoramica generale, data la sua rilevanza nell'economia odierna. Il LBO è solitamente utilizzato, da parte di uno sponsor, non con il fine di ristrutturare l'azienda in crisi, ma bensì con quello di acquisire partecipazioni all'interno dell'azienda.

Il secondo capitolo sposterà il focus sulla pratica del WBO, la quale verrà analizzata sia dal punto di vista legale, sia dal punto di vista storico, sia da quello procedurale. Ne verranno spiegati i benefici e le modalità di realizzo, e successivamente si approfondirà l'utilizzo di tale pratica sul suolo italiano.

Infine, nell'ultimo capitolo sarà effettuato un caso studio come verifica dell'efficacia di tale strumento di ristrutturazione aziendale. Verrà svolta un'analisi di bilancio tramite indici rispettivamente per Ceramica Magica (azienda pre-WBO) e Greslab (azienda post-WBO), evidenziando le modifiche effettuate nella struttura aziendale (quali indebitamento, efficienza del processo produttivo, ...) ed i conseguenti effetti.

1. Il Leveraged Buyout

1.1 Introduzione

Il Leveraged Buyout consiste nell'acquisizione di un'azienda, una divisione di azienda, un business o un insieme di asset da parte di uno Sponsor¹. In generale ciò che viene acquisito viene chiamato "Target". Questo processo viene finanziato largamente tramite debito (Leverage), e solo per il 30-40% viene finanziato tramite equity da parte dello Sponsor stesso. Il debito viene utilizzato da quest'ultimo al fine di ottenere un buon tasso interno di rendimento, il quale solitamente non deve essere inferiore al 20%. Il ricorso al debito permette non solo di poter utilizzare meno equity, ma inoltre fa sì che ci siano presenti ulteriori benefici di tipo fiscale. Questo effetto è dato dal fatto che gli interessi possono essere dedotti dalla tassazione.

Durante tutto il periodo che va dall'acquisizione del Target all'exit, il fine primario di uno Sponsor è quello di utilizzare il flusso di cassa al fine di ripagare tutto il debito possibile. Così facendo la porzione di equity detenuta dallo Sponsor aumenterà. Questo processo può essere implementato, ad esempio, nel caso in cui lo Sponsor riesca ad aumentare le performance del business. Uno degli obiettivi primari del LBO (Leveraged Buyout) è proprio quello di scegliere Target (o candidati) ottimali al fine di poterne poi aumentare le performance.

Un candidato ottimale è rappresentato dall'impresa che ha caratteristiche quali uno stabile e prevedibile flusso di cassa ma anche un ammontare notevole (e di qualità) di patrimonio. Il primo elemento viene utilizzato al fine di ripagare il debito, come precedentemente descritto, sopportando così gli interessi da pagare. La seconda caratteristica assume notevole importanza soprattutto nel momento in cui bisogna capire la quantità di debito che l'impresa è capace di raccogliere. Più patrimonio è presente, più alto sarà l'ammontare di debito bancario che lo Sponsor potrà riuscire ad ottenere.

Le tipologie di debito disponibili per l'impresa sono di vario tipo: prestiti bancari, azioni, obbligazioni. Questi strumenti finanziari vengono classificati in base al loro grado di "seniority", ovvero in base al loro ordine di rimborso. Ciò significa che in caso di bancarotta, il debito "senior" avrà un diritto di rimborso giuridicamente superiore rispetto a quello di altro debito subordinato. La

¹ "L'operazione di LBO prevede, a cura del soggetto acquirente (LBO sponsor), la costituzione di una nuova entità (newco) che s'indebita per realizzare l'acquisizione", definizione estrapolata dal Dizionario di Economia e Finanza della Treccani.

“Seniority” è pertanto lo stato di un titolo che detiene una priorità verso altri titoli, rispetto al pagamento degli interessi o dividendi e rispetto al rimborso dell’ammontare del capitale

Questi strumenti saranno consigliati dalla banca che assiste l’operazione di LBO al fine di creare diverse combinazioni di finanziamento ottenuto da varie fonti al fine di permettere allo Sponsor di pagare tramite equity solo il 30-40% del costo della transazione. Allo stesso tempo la banca deve soddisfare anche quelli che sono i bisogni del Target, come ad esempio una certa flessibilità finanziaria al fine di utilizzarla in situazioni di crisi. Infatti, nel momento in cui si considera il livello di leva finanziaria più consono da utilizzare, bisogna sempre considerare che questo può portare anche svantaggi. Nel momento in cui un’impresa è sovra-indebitata, sorge il problema derivante dal fatto che, in caso di bisogno, l’impresa non potrebbe contrarre debito aggiuntivo. Questo implica una minore flessibilità e capacità di risposta alle crisi da parte dell’impresa.

L’intero processo di LBO realizzato dallo Sponsor è diretto al profitto derivante da una futura strategia di monetizzazione dell’investimento effettuato. Per ottenere questo guadagno possono essere utilizzate diverse tipologie di “Exit”: vendere il target ad un’altra azienda o ad un altro Sponsor, effettuare un’IPO², effettuare una dividend recapitalization³. Pur essendo lo Sponsor ad avere il controllo sul cosa fare e quando, l’ultima parola resta sempre all’azienda, cioè alle sue performance, e alle condizioni del mercato. Comunque, entro la fine del periodo lo Sponsor, idealmente, farà sì che l’azienda abbia aumentato il proprio EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) e che abbia ripagato parte del suo debito, cosicché il valore dell’equity dell’impresa target aumenti.

1.2 Origine e diffusione

Il Leveraged Buyout vede la sua origine in America. Mentre non è chiaro come il primo LBO sia stato portato a termine, è generalmente accettato il fatto che i primi Leveraged Buyout furono effettuati negli anni successivi alla seconda Guerra Mondiale. Prima del 1980 questa tecnica rimase poco conosciuta per anni. Negli anni che seguono la fine della Guerra Mondiale, la Grande

² Initial Public Offering, strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico, la cosiddetta creazione del flottante, requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato.

³ Una dividend recapitalization si ha nel momento in cui un’azienda utilizza nuovo debito al fine di pagare dividendi speciali ai suoi azionisti. Per approfondimenti si veda:

Kimberly R., Corey B. (2017), *Dividend Recapitalization Trends, Seize Opportunity and Mitigate Risk Before the Window Closes*; https://www.alvarezandmarsal.com/sites/default/files/53991_02_788_gess_ic_dividend_recaps_report_v4.pdf

Depressione fece sì che la leva finanziaria fosse relativamente bassa. Poche compagnie erano disposte ad affidarsi a grandi quantità di debito come fonte di finanziamento. Successivamente, verso il 1960, l'America fu invasa da un'ondata di grandi conglomerati, evento che fece sì che il profitto generato crescesse. Proprio in questo scenario abbiamo la nascita della disciplina del LBO.⁴

Tra la fine degli anni 70' e l'inizio degli anni 80', certe imprese colsero al volo l'opportunità di investire in aziende sottovalutate. Molti LBO vennero motivati dagli elevati profitti che era possibile ottenere dall'acquisto di un'intera azienda al fine di dividerla in tanti pezzi venduti poi separatamente.

Nel momento in cui una nuova generazione di Manager prese piede nelle compagnie Americane alla fine del 1970, molti di loro trovarono allettante l'idea di considerare il "Debt Financing"⁵ come un'ottima alternativa per le operazioni di finanziamento.

Nel 1980, le aziende e i professionisti coinvolti in operazioni di Leveraged Buyout furono al centro dell'attenzione. Negli anni ottanta la "moda" del Leveraged Buyout prese piede, partendo da soli 8 contratti del valore medio di 24,5 milioni di euro di equity, fino ad arrivare al suo picco massimo nel 1988, quando 410 operazioni di LBO vennero completate, per un valore complessivo di 188 miliardi di euro.

Nel 1988, una recessione economica e una serie di altre cause contribuirono alla modifica del mercato del LBO. La raccolta di capitali per i LBO incrementò drasticamente. Dai 46 miliardi di euro, nel periodo che va dal 1980 al 1988, si passò ai 385 miliardi di euro raccolti, dal 1988 al 2000. Poiché questo aumento di fondi si concentrò sempre sullo stesso numero di contratti eseguiti, divenne sempre più difficile per gli Sponsor acquistare un Target⁶ a un buon prezzo. Inoltre, i prestatori di capitali divennero molto più diffidenti nei confronti di operazioni di LBO ove venivano usate leve finanziarie⁷ troppo elevate, costringendo così gli Sponsor ad utilizzare livelli di equity più elevati. La media di contribuzione tramite equity passò da 9.7% nel 1988, a 38% nel 2001.

⁴ Jonathan O. (2002), *Note on Leveraged Buyouts*, http://pages.stern.nyu.edu/~jgidddy/LBO_Note.pdf Tuck School of Business, Dartmouth College

⁵ Il Debt financing avviene quando un'azienda si finanzia vendendo titoli di debito a individui o investitori istituzionali. Come ritorno per avere prestato il denaro, questi prestatori diventano creditori dell'azienda e ricevono una promessa che il loro capitale, maggiorato degli interessi, sarà ripagato.

⁶ Con il termine Target ci si riferisce a un'azienda, una divisione di un'azienda, un business o una collezione di asset, i quali vengono acquisiti da uno Sponsor - Joshua R., Joshua P. (2013), *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers & Acquisition*, Wiley, Stati Uniti, pp.199-245

⁷ La leva finanziaria consiste nell'uso del debito al fine di aumentare il rendimento atteso dell'equity. La leva finanziaria è misurata dal rapporto di indebitamento

In Europa, solo durante gli anni Ottanta iniziò un processo di ristrutturazione industriale e finanziaria, con crescente ricorso all'indebitamento, che ha coinvolto numerose grandi imprese quotate in Borsa. Tutto ciò favorì l'introduzione della tecnica del Leveraged Buyout. Dalla seconda metà degli anni '80, le acquisizioni di imprese mediante un elevato ricorso alla leva finanziaria si moltiplicarono grazie a un periodo caratterizzato da una congiuntura favorevole, con elevati tassi di sviluppo e bassi tassi di interesse. Dal 1985 iniziò un aumento del volume delle transazioni fino ad arrivare al 1989, periodo in cui si registrò il massimo sviluppo delle operazioni di Leveraged Buyout. Questo periodo rappresentò un primo passo verso la tendenza a far affidamento sul debito piuttosto che sul capitale di rischio. Dopo il boom degli anni '80, questa tecnica finanziaria iniziò a rallentare, data l'impossibilità di pagare i tassi di interesse promessi agli investitori. Nel corso della prima metà degli anni '90, il numero delle operazioni si contrasse a causa di una molteplicità di fattori quali la crisi economica, l'aumento dei tassi d'interesse e il finanziamento dei Leveraged Buyout attraverso gli junk bonds (titoli spazzatura), obbligazioni ad alto rendimento, ma anche ad elevato rischio per il livello d'indebitamento dell'impresa emittente rispetto agli standard normalmente accettati dal mercato e che non hanno permesso di rispettare i piani di rimborso. Nel periodo 1998-2002 il Leveraged Buyout market dell'Europa continentale registrò una crescita differente tra il biennio 1998-2000 e il seguente 2001-2002. Nel 1998-2000 si verificò una rapida crescita del valore complessivamente investito in leveraged acquisition che raggiunse, alla fine del 2000, la punta record di 36,2 miliardi di euro. Nel biennio successivo, a seguito del peggioramento del quadro complessivo macroeconomico, una leggera flessione interessò il valore totale delle operazioni effettuate. Nel 2002 il trend ascendente delle operazioni di Leveraged Buyout riprese.

Guardando ora al panorama italiano, fino al 2003 il Leveraged Buyout non era consentito in base all'articolo 2358 del codice civile che proibiva di accordare prestiti o concedere finanziamenti per l'acquisto di proprie azioni. La riforma del diritto societario ha permesso di superare i dubbi di legittimità. La riforma però impone alcuni importanti adempimenti. Gli amministratori delle società interessate all'operazione devono predisporre un piano economico e finanziario accompagnato da una relazione di esperti che ne attesti la ragionevolezza.

1.3 Tipologie di Buyout

Esistono diverse tipologie di Buyout, le quali vengono distinte sulla base di coloro che sono gli attori centrali di questa operazione, cioè i Buyers (coloro che investono capitali per acquisire il target)⁸. Le principali tipologie sono:

1. Management Buyout (MBO), il quale descrive l'acquisizione di un'azienda da parte di un gruppo di manager. Un management buyout è un'attraente opportunità in quanto fa sì che i manager, da dipendenti, diventino proprietari. Queste operazioni sono molto utilizzate per favorire strategie di exit⁹ di grandi aziende, le quali puntano alla vendita di divisioni di business non centrali. Possono essere inoltre attuate in aziende private nel momento in cui il proprietario voglia ritirarsi. Il MBO pertanto richiede finanziamenti, i quali sono una combinazione di debito ed equity provenienti sia dai compratori (i manager), sia da altri finanziatori (e qualche volta proveniente anche dal venditore).
2. Leveraged Buyout (LBO), dove un gruppo di investitori professionisti (fondi di Venture Capital o Private Equity) decide di acquisire un Target, con l'idea di venderlo successivamente una volta che il suo valore sarà aumentato, così da ottenere un profitto. Esistono casi in cui i LBO sono fatti in modo ostile, situazione che dipende dal fatto che il Target approvi o meno la proposta di acquisizione. Inoltre, i LBO possono essere convertiti in Leveraged Management Buyout se nel processo di MBO i manager fanno ricorso a un grande quantitativo di debito al fine di acquisire il business.
3. Family Buyout, largamente utilizzati come uno strumento di successione dei business familiari. Questo è uno strumento cardine nel passaggio generazionale, al fine di acquisire le partecipazioni, all'interno di un'azienda, di quei familiari che non sono più interessati all'amministrazione della società.
4. Workers Buyout (WBO), il quale è un'acquisizione promossa dagli stessi dipendenti dell'impresa. Questa modalità viene spesso utilizzata nel momento in cui un Business si trova in una situazione di crisi. I dipendenti in questi casi decidono di tentare di risanare l'impresa, acquistandola e ristrutturandola, con l'obiettivo di risanarne la condizione finanziaria.

⁸ Salvatore M., Giulia N., Laura P., Alessio R. (2017), *Workers Buyout: the italian experience, 1986-2016*, [http://doi.org/10.9770/jesi.2017.4.4\(10\)](http://doi.org/10.9770/jesi.2017.4.4(10)) Entrepreneurship and sustainability issues 4(4), pp. 526-539

⁹ Per "exit" si intendono tutte le strategie di monetizzazione utilizzate nel LBO, come ad esempio la vendita dell'azienda, un'offerta pubblica iniziale (IPO), ricapitalizzazione dei dividendi e riacquisto del debito sotto la pari.

Le tipologie di MBO e WBO partono da una stessa realtà di fondo: una crisi economica che affligge l'azienda target. Entrambi i processi puntano al risanamento della situazione finanziaria dell'azienda. La differenza principale tra le due tipologie sono gli attori che le svolgono, da una parte i manager e dall'altra i lavoratori.

Nel WBO si registra solitamente un basso livello di utilizzo di debito, in quanto la situazione finanziaria in cui giace l'azienda proviene proprio dall'eccessivo livello di debito. Questo ricorso al debito può essere evitato grazie all'intervento di agenti finanziari quali ad esempio i fondi mutualistici e la Cooperazione Finanza Impresa (CFI)¹⁰.

1.4 Principali agenti coinvolti

L'impresa viene acquistata in larga parte tramite l'utilizzo di debito e per la parte restante tramite una contribuzione in equity da parte dello Sponsor.

Comunque, all'interno delle operazioni di Leveraged Buyout sono presenti altri soggetti oltre ai suddetti che non devono essere considerati parti marginali in quanto svolgono ruoli di grande rilievo.

I principali attori coinvolti sono¹¹:

1. Sponsor finanziari (Financial Sponsors), i quali tradizionalmente sono Fondi di Private Equity¹², Fondi Speculativi (Hedge Fund)¹³, Fondi di Venture Capital¹⁴, sezione commerciale di banche di investimento e altri. I primi tre sono coloro che solitamente raccolgono la maggioranza dei capitali di cui necessitano da altri investitori come ad esempio fondi pensione, compagnie di assicurazione, individui benestanti, ecc.... I fondi così raccolti sono organizzati in fondi normalmente strutturati come partnership strutturate. All'interno di questi fondi avremo il

¹⁰ La Cooperazione Finanza Impresa (CFI) è un ente che svolge le funzioni di promozione e sviluppo del movimento cooperativo a livello nazionale tramite erogazione di partecipazioni e finanziamenti a società cooperative: la CFI "si propone di promuovere e favorire la costituzione, lo sviluppo ed il consolidamento delle imprese costituite nella forma di società cooperativa, ivi compresa quella di piccola società cooperativa e di cooperativa sociale, di produzione e lavoro e di altri enti cooperativi", statuto di Cooperazione Finanza Impresa.

¹¹ Joshua R., Joshua P. (2013), *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers & Acquisition*, Wiley, Stati Uniti, pp.199-245

¹² Questi soggetti non offrono forme di finanziamento a titolo di capitale di debito ma a titolo di capitale proprio, acquistando titoli azionari dell'impresa. Il venture capital è il soggetto che interviene nella fase di introduzione nel mercato dell'attività di impresa. Questi soggetti comunque necessitano di una forte specializzazione in uno o pochi settori dovendo investire su aziende che "appena nate".

¹³ La principale caratteristica che contraddistingue i fondi speculativi è il fatto che questi ricercano un rendimento assoluto, cioè indipendente dall'andamento del mercato.

¹⁴ Come il Venture Capital, anche il Private Equity finanzia a titolo di capitale proprio, cioè acquistando titoli di capitale proprio. Però, a contrario del Venture Capital, il Private Equity interviene in tutte le fasi di vita dell'impresa, necessitando pertanto di una minore specializzazione.

General Partner, il quale gestisce il fondo giorno per giorno, e i Limited Partner, i quali sono investitori passivi, cioè non entrano nel merito delle decisioni riguardanti il fondo creato. Solitamente i Limited Partner sottoscrivono una determinata porzione del capitale totale del fondo, ma senza essere a conoscenza di quali saranno gli investimenti che lo Sponsor andrà ad eseguire. Comunque, quest'ultimo, nel suo operato, ha comunque dei limiti. La maggior parte delle volte, quando lo Sponsor ha deciso la strategia, all'interno di questi fondi sono inseriti professionisti del settore. Nei suoi investimenti lo Sponsor e il suo team dovranno sempre adoperare la dovuta diligenza, la quale consiste nel fatto di studiare il più possibile tutti gli aspetti del Target

2. Banche di investimento (Investment Banks), le quali hanno un ruolo chiave nelle operazioni di LBO, sia come procuratore di fondi sia come advisor. In particolare, gli Sponsor si affidano a questi soggetti al fine di strutturare l'ottimale struttura finanziaria da utilizzare per l'acquisizione. Tramite molteplici analisi del Target, la banca di investimento cerca di assicurarsi che quest'ultimo sia capace di sostenere una certa struttura di finanziamento. Al fine di determinare la migliore struttura di finanziamento, la banca di investimento sviluppa varie alternative lavorando in stretto contatto con lo Sponsor, il quale poi sceglierà quella che lui ritiene migliore delle altre. Ulteriore funzione delle banche di investimento è quella di impegnarsi giuridicamente a sottoscrivere quella parte di finanziamento che eventualmente potrebbe rimanere scoperta (ricevendo in contropartita commissioni più elevate). Questa ultima funzione delle banche di investimento è molto rilevante in quanto funge da "Prestito Ponte"¹⁵ così da assicurare sufficienti fondi per il finanziamento al fine di concludere l'operazione.
3. Banche e finanziatori istituzionali (Bank and Institutional Lenders), i quali sono soggetti fornitori di capitale a titolo di debito all'interno di una operazione di LBO. Mentre le banche (banche commerciali, istituti di risparmio e prestito, compagnie di finanziamento) sono solite fornire debito di tipo "Revolving" (o Rotativo)¹⁶ oppure prestiti a termine, i finanziatori istituzionali (Hedge Fund, fondi pensione, fondi mutualistici, compagnie di assicurazione e "Collateralised

¹⁵ Un prestito ponte è un prestito a breve termine che viene erogato all'impresa o al privato al fine di soddisfare i suoi bisogni immediati, fornendo un flusso di cassa immediato. Il finanziamento si protrae fino a che il soggetto beneficiario non apre un finanziamento permanente oppure fino al momento in cui non ripaga il capitale ricevuto. Questi finanziamenti hanno comunque tassi molto elevati e presentano quasi sempre una qualche forma di garanzia (come immobili).

¹⁶ Il credito Revolving è una linea di credito concessa da una banca a un soggetto che permette a quest'ultimo di ritirare importi variabili fino a un certo limite ed entro un determinato intervallo temporale

Debt Obligation Funds”¹⁷, anche detti CDOs) forniscono spesso debiti a più lunga scadenza e con limitate ammortizzazioni¹⁸. Questi istituti comunque applicano sempre la dovuta diligenza al fine di analizzare il Target e capire se quest’ultimo sarà in grado o meno di ripagare gli interessi futuri e rimborsare il capitale a scadenza. Inoltre, al fine di monitorare l’andamento dell’impresa nel tempo, questi enti richiedono delle “Covenant”, un accordo che intercorre tra un’impresa e i suoi finanziatori e che mira a tutelare questi ultimi da possibili danni che potrebbero scaturire da una gestione particolarmente rischiosa dei finanziamenti concessi.

4. Investitori obbligazionari (Bond Investors), cioè coloro che sottoscrivono i titoli obbligazionari ad alto rendimento emessi come parte dell’operazione di finanziamento per il LBO. Questi generalmente sono rappresentati da fondi mutualistici, Hedge Fund, compagnie di assicurazione e CDOs. Gli investitori obbligazionari, come parte del processo decisionale riguardante l’investimento, partecipano a meeting denominati “Roadshow Presentations”. Queste sessioni sono caratterizzate da molteplici incontri tra il management dell’azienda Target, accompagnato dai consulenti della banca, e i potenziali investitori. Comunque, prima del “Roadshow Meeting”, gli investitori obbligazionari ricevono la prima stesura di un documento denominato Offering Memorandum, il quale racchiude al suo interno varie analisi, come quelle riguardanti il settore in cui il Target opera, informazioni finanziarie e informazioni riguardanti i Bond (obbligazioni) che saranno emessi

5. Management del Target, il quale lavora a stretto contatto con la banca al fine della preparazione dei documenti di marketing e quelli riguardanti le informazioni finanziarie dell’impresa Target. Essendo il management parte interna dell’azienda stessa, nel caso in cui questo sia “forte”, spesso gli viene riconosciuto un valore tangibile, il quale può portare l’azienda ad ottenere migliori prezzi durante le trattative. Inoltre, molto spesso il management dell’azienda possiede un importante stock di azioni della società¹⁹, avendo pertanto un particolare interesse nell’operazione in corso. A volte sono gli stessi manager che eseguono l’operazione di LBO (così prendendo il

¹⁷ Un insieme di prestiti (come mutui e carte di credito) emessi da una banca è venduto a banche d’investimento, le quali lo utilizzano come sottostante in un CDO (strumento finanziario strutturato) al fine di venderlo successivamente a investitori.

¹⁸ Prestito con ammortizzazioni limitate sta a significare che al debitore è concesso ripagare solo una parte limitata del principale (valore nominale del debito) prima della scadenza, pur essendoci la presenza di interessi periodici da pagare a intervalli scadenziati. Alla fine del finanziamento avremo il rimborso quasi integrale del capitale.

¹⁹ Sovente i manager vengono remunerati in parte tramite “Stock Option”, cioè viene conferito loro il diritto di ottenere un certo ammontare di azioni della società stessa tra un certo numero di anni e ad un prezzo determinato. Le stock option saranno esercitate se il prezzo d’esercizio è inferiore al valore corrente dell’azione sottostante. In caso contrario le opzioni perdono di ogni valore. Questo conferimento viene effettuato al fine di allineare gli interessi dei manager a quelli dell’azienda.

denominativo di Management Buyout, MBO). Questo può accadere quando i manager credono di poter incrementare il valore dell'azienda lavorando da soli, indipendentemente dai proprietari.

1.5 Le fonti di finanziamento

Le operazioni di LBO sono fortemente caratterizzate dalla componente di debito, la quale raggiunge il 60-70% della struttura finanziaria volta all'acquisizione del Target. La restante parte è invece conferita dallo Sponsor.

Gli strumenti possono essere rappresentati con la seguente gerarchia:

LBO Financing: Structure

General Ranking of Financing Sources in an LBO Capital Structure

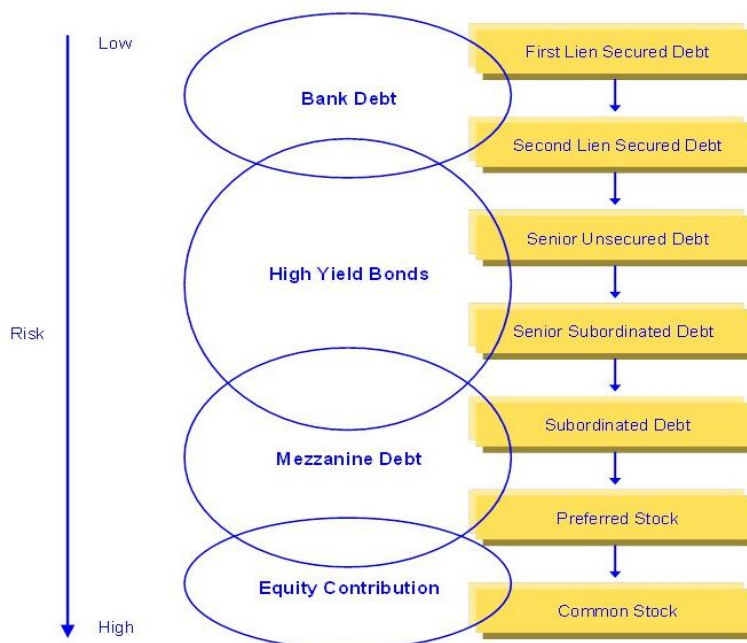


Grafico preso da:
Joshua R., Joshua
P. (2013),
*Investment
Banking:
Valuation,
Leveraged Buyouts
and Mergers &
Acquisition*, Wiley,
Stati Uniti, pp.199-
245

Il grafico sopra riportato rappresenta la gerarchia delle fonti di finanziamento all'interno della struttura di capitale propria di un'operazione di LBO. Generalmente è possibile notare che più alta è la posizione di uno strumento (di debito) all'interno di questa gerarchia, minore sarà il suo rischio e conseguentemente minore il suo costo per l'emittente. Inoltre, il costo del capitale risulta inversamente correlato alla flessibilità dettata dalle limitazioni imposte dalle "Maintenance Covenants"²⁰ imposte dal prestatore.

²⁰ Questo termine indica i documenti finanziari che prevedono l'obbligo del prestatore di rispettare determinati impegni, i quali possono consistere sia in obblighi positivi (di fare o intraprendere determinate azioni) sia in obblighi negativi (di non fare o evitare determinate azioni o situazioni). In particolare, con l'espressione Maintenance Covenants si indicano gli obblighi del prestatore di rispettare determinati parametri economico-finanziari da "testare" periodicamente (ad esempio con cadenza annuale, semestrale, o talvolta anche trimestrale) per l'intera durata del finanziamento.

Altre caratteristiche importanti riscontrabili nei vari strumenti di debito sono security (cioè diritti patrimoniali sugli asset dell'azienda dati come garanzia a un creditore), maturity (durata dello strumento) e coupon (tasso di interesse annuale).

Nel prosieguo del paragrafo vengono analizzate le primarie fonti di finanziamento utilizzate all'interno delle operazioni Leveraged Buyout.

1.5.1 Bank Debt

Il costo del capitale per tale strumento finanziario è pari al LIBOR²¹ o Base Rate, incrementato di un margine detto SPREAD. Il debito bancario è una fonte di finanziamento che può essere distinta in due macro categorie:

1. Credito “Revolving”, cioè l'apertura, da parte di una o più banche, di una linea di credito, la quale permette al beneficiario di prelevare denaro per un importo e una durata massima prestabiliti alla stipula del contratto. Questo tipo di finanziamento è la fonte di capitale meno costosa in generale, pur prevedendo una commissione anche per la parte di credito non utilizzato. Questa tipologia di debito bancario è alquanto utile per far fronte a tutte quelle spese come possono essere stipendi e spese eccezionali e non previste. Pur essendo una fonte di finanziamento tra le meno costose, pone molte limitazioni, in quanto a favore della banca viene costituito un titolo di legittima di prelazione²² sugli asset dell'azienda ed inoltre la banca impone all'azienda delle Covenant. Inoltre, per tutte quelle aziende che hanno abbondanti asset, può essere stipulata una forma di credito “Revolving” basata sugli asset. In questi casi le garanzie della banca vertono principalmente su crediti verso clienti, inventario e beni immobili.
2. Term Loan, cioè un prestito conferito da una banca per un ammontare specifico, con uno specifico piano di rimborso e con un tasso di interesse fisso o variabile. Questo finanziamento, come anche il credito “Revolving”, ha una priorità rispetto ad altri titoli, rispetto al pagamento degli interessi

²¹ London Interbank Offered Rate, un tasso di riferimento per i mercati finanziari. Questo è un tasso interbancario, tasso di riferimento europeo, al quale le banche si prestano denaro tra loro, sovente durante la notte (tasso Overnight). Il LIBOR è un indice del costo del denaro a breve termine che viene adoperato comunemente come base per il calcolo dei tassi d'interesse relativi a molte operazioni finanziarie (mutui, futures, ecc.) principalmente in valute diverse dall'euro, per il quale il tasso di riferimento è più spesso l'EURIBOR.

²² Le cause legittime di prelazione (privilegio, pegno e ipoteca) sono quelle che, derogando al principio secondo il quale i beni del debitore sono la comune garanzia dei creditori e chiunque ha uguale diritto di essere soddisfatto su di essi, autorizzano i creditori a favore dei quali ricorrono, ad essere soddisfatti a preferenza degli altri - ex art 2741 - 2777 (e seguenti) - 2784 (e seguenti) - 2808 (e seguenti), Codice Civile.

o dividendi e rispetto al rimborso dell'ammontare del capitale (maggiore seniority). Inoltre, il Term Loan richiede anche clausole vincolanti per l'impresa (Covenant). All'interno di questa categoria possiamo ritrovare diverse tipologie di prestito: Amortizing Term Loan, Institutional Term Loan e Second Lien Term Loan. Il primo dei tre è un prestito che richiede rimborsi annuali significativi, con il fine di rimborsare il capitale prima della scadenza del prestito. Questa modalità fa sì che questa tipologia venga ritenuta meno rischiosa per gli investitori. La seconda tipologia è costituita dagli Institutional Term Loan, tipicamente di più grandi dimensioni rispetto all'ammontare prestato. Questo capitale viene conferito non tanto da banche, ma più spesso da investitori istituzionali, i quali tendenzialmente preferiscono prestiti non ammortizzati (non soggetti a rimborsi di capitale), con scadenze di più lungo termine e con coupon²³ più elevati. In fine, i Second Lien Term Loan sono prestiti con tasso di interesse variabile, generalmente senza ammortizzazioni ed a lunga scadenza. Sono inoltre caratterizzati da una seniority minore rispetto ai precedenti (definiti First Lien Term Loan) e pertanto più rischiosi in tal senso.

1.5.2 High Yield Bond

High Yield Bond sono obbligazioni emesse da società con rating²⁴ molto basso. Proprio per questo motivo, gli investitori richiedono rendimenti maggiori, così da bilanciare l'elevato rischio di default²⁵. Il pagamento degli interessi avviene a intervalli definiti e il rimborso del capitale viene fatto solo a scadenza (solitamente dopo 7-10 anni dall'emissione). Solitamente queste obbligazioni impongono Covenant meno restrittive rispetto a quelle applicate nel Term Loan.

Solitamente queste obbligazioni sono inizialmente vendute a investitori istituzionali qualificati, per i quali non sono previsti i requisiti della SEC, così da minimizzare i tempi necessari per l'emissione. Successivamente questi titoli vengono registrati così da poter essere scambiati sul mercato aperto. Così facendo, coloro che prima detenevano le obbligazioni che non erano state registrate, ottengono in cambio quelle registrate.

Dato che il debito che è possibile raccogliere tramite Term Loan è limitato, gli High Yield Bonds sono strumenti utilizzati dagli Sponsor al fine di aumentare l'ammontare totale dell'indebitamento

²³ Un coupon è un tasso di interesse annuale associato a un Bond (Obbligazione), espresso come percentuale del valore del sottostante.

²⁴ Il rating è una valutazione in merito alla sicurezza (basso rischio associato) riguardante le obbligazioni emesse da un ente aziendale o statale. Più nello specifico, la valutazione è fatta in base alla capacità dell'emittente di ripagare capitale e rispettare il pagamento degli interessi. I rating provengono da compagnie come S&P e Moody's.

²⁵ Il rischio di default è la probabilità che l'azienda non sia in grado di ripagare i debiti che ha sottoscritto. Creditori e investitori affrontano questo rischio in qualsiasi forma di finanziamento.

per il LBO. Infatti, dobbiamo ricordarci che il debito svolge un ruolo essenziale nelle operazioni di Leveraged Buyout, aumentando il beneficio ottenuto grazie alla deducibilità fiscale degli interessi pagati.

1.5.3 Mezzanine Debt

Questa tipologia di finanziamento è una via di mezzo tra debito ed equity e offre grande flessibilità allo sponsor in quanto permette di modificare i termini in base alle esigenze del debitore. Quando altre fonti di capitale non sono disponibili, il Mezzanine Debt aumenta il livello di debito disponibile, a un costo comunque più basso di quello dell'equity.

Il Mezzanine Debt è comunque una forma di debito subordinata ad altri strumenti rappresentativi di debito per quanto riguarda la seniority. Vediamo inoltre che questo strumento ha incorporato anche uno strumento rappresentativo di equity tramite un Warrant²⁶

Gli investitori che più spesso concedono questi strumenti di debito sono fondi di Mezzanine Debt, compagnie assicurative, fondi di investimento, ecc.... Tutti questi investitori scelgono questo strumento proprio per il suo alto tasso di rendimento e per i warrant incorporati nel titolo

Pertanto, la funzione del Mezzanine Debt all'interno della struttura finanziaria è quella di coprire il gap tra equity e debito, avendo un rischio alto, ma non tanto quanto quello proprio dell'equity, e un tasso di rendimento abbastanza alto.

1.5.4 Equity Contribution

L'ultima parte della struttura finanziaria nell'acquisizione del Target della LBO viene colmata da una contribuzione in equity da parte dello Sponsor e del management del Target. Questa porzione solitamente ammonta a circa il 30% dell'importo necessario per l'acquisizione.

Questa contribuzione in equity permette ai creditori di avere una copertura dalle perdite nel caso in cui il valore dell'azienda si deteriorasse, in quanto in questo caso il valore dell'equity verrebbe eliminato prima che i creditori perdano il loro valore di recupero.

²⁶ Strumento finanziario derivato che attribuisce al possessore il diritto di acquistare (warrant call) o di vendere (warrant put) l'attività sottostante a (oppure entro) una determinata scadenza ad un prezzo predeterminato. Il warrant (di tipo call) è particolarmente utilizzato dalle società al fine di rendere più appetibili le proprie obbligazioni (obbligazioni cum warrant) oppure al fine di raccogliere nuove risorse mediante aumenti di capitale. Il warrant è uno strumento che può circolare separatamente rispetto al titolo principale e può essere negoziato sul mercato MTA

1.6 Conclusioni

Nel capitolo sono stati analizzati i vari aspetti della disciplina del leverage buyout, descrivendone prima gli aspetti generali per poi passare nello specifico. Sono state analizzate le sue origini storiche per capire quando e perché quest'operazione è nata e successivamente le principali tipologie possibili. Infine, abbiamo analizzato gli agenti coinvolti e, cosa ancora più importante, le fonti di finanziamento, componente core delle operazioni Leveraged Buyout.

Dopo questa panoramica sulle operazioni di LBO al fine di poter comprendere al meglio questo argomento, si passerà ad analizzare quella che è una particolare tipologia di Buyout, il Workers Buyout. Questo sarà l'argomento sul quale questa tesi verterà d'ora in poi. Ultimo capitolo sarà infatti dedicato all'analisi di un caso reale di azienda che è stata soggetta a Workers Buyout, con il fine di analizzare le condizioni precedenti e posteriori all'operazione.

2. La disciplina del Workers Buyout

2.1. Panoramica sul WBO

Il Workers Buyout (WBO) è un fenomeno di ristrutturazione aziendale o di riconversione in cui i lavoratori acquistano una quota di maggioranza dell'impresa che li impiega, o di una divisione o di una sussidiaria, e presenta spesso la partecipazione attiva dei lavoratori nella gestione dell'azienda²⁷. All'interno di questa operazione assumono un ruolo di rilievo i dipendenti dell'azienda stessa, i quali acquistano la proprietà. Quindi i lavoratori diventano dei veri e propri imprenditori, dovendo partecipare al processo decisionale dell'attività di impresa. Tramite vari meccanismi legali, che variano a seconda della giurisdizione nazionale, i dipendenti che partecipano all'operazione di WBO devono prima formare una nuova entità (comunemente denominata NewCo) e successivamente acquistano tutta, o parte, dell'azienda (denominata "Target") sottoposta a WBO. In questi processi la NewCo è l'associazione transitoria dei lavoratori che spesso assume la forma di Società Cooperativa.

Generalmente un processo di WBO può prendere quattro direzioni²⁸:

1. I lavoratori formano una NewCo che successivamente acquisisce parte, o tutti, gli asset dell'azienda Target, solitamente tramite l'emissione di azioni da parte dell'azienda Target. Questa sottoscrizione di azioni²⁹ è finanziata tramite una contribuzione in equity dei lavoratori (tramite i loro risparmi, la pensione maturata) verso la NewCo. Spesso la contribuzione dei lavoratori viene aumentata tramite investitori istituzionali, i quali investono nella società.
2. Come nello scenario precedente, viene formata una NewCo, la quale acquisisce parte, o tutti, gli asset dell'azienda Target. Contrariamente al caso precedente questo accade per via di finanziamenti erogati da banche, investitori istituzionali,... tale finanziamento è assicurato dagli asset e dai possibili ricavi futuri della NewCo. In questi casi possono essere richieste garanzie anche direttamente ai lavoratori stessi.

²⁷ Andrea B., Salvatore M., (2016), *The co-operative firm keywords*, <http://romatrepress.uniroma3.it/ojs/index.php/key/article/view/740/736>, RomaTrE-Press, Roma

²⁸ Andrea B., Salvatore M., (2016), *The co-operative firm keywords*, <http://romatrepress.uniroma3.it/ojs/index.php/key/article/view/740/736>, RomaTrE-Press, Roma

²⁹ Atto con cui un soggetto si impegna, in atto pubblico o scrittura privata autenticata, a corrispondere i conferimenti relativi ad un determinato numero di azioni

3. I lavoratori dell'azienda Target, insieme a un supporto legale, prima di tutto negoziano il trasferimento della compagnia Target (o parte di essa) che sta andando in bancarotta. Questo avviene tramite meccanismi legali che assicurano il passaggio della compagnia Target ai lavoratori (collettivamente intesi). In questo terzo scenario, la NewCo, molto spesso sotto forma di Società Cooperativa, viene creata poco prima o durante il processo di negoziazione. La negoziazione può portare ad un usufrutto³⁰ dell'impresa Target da parte dei lavoratori, i quali potranno pertanto utilizzare e gestire gli asset dell'azienda fino a che un accordo definitivo sia raggiunto. In alternativa può essere stabilito un affitto a favore dei lavoratori, i quali si impegnano a pagare per ottenere il diritto all'utilizzo degli asset dell'azienda. La negoziazione infine può portare ad un'ultima situazione, dove si verifica l'espropriazione³¹ dell'azienda da parte dei lavoratori (legge che considera il salvataggio di un'azienda in corso di fallimento all'interno del pubblico interesse).

4. La combinazione degli scenari descritti nei paragrafi precedenti

Solitamente si registrano due scenari che determinano l'avvio dei processi di WBO: il primo è la mancanza di un successore alla guida dell'azienda; il secondo invece riguarda il rischio di fallimento bancarotta a cui l'azienda è sottoposta. Nel primo caso la condizione economica dell'impresa è buona in quanto riesce a vendere i suoi prodotti sul mercato. Il problema in questo caso riguarda la mancanza di un successore, o di un familiare, pronto a rilevare il business. Nel secondo caso invece l'impresa si trova in condizioni economiche tali da essere sul punto della bancarotta. Queste casistiche comportano l'azione dei gruppi interessati all'acquisto e ristrutturazione dell'azienda Target. In particolare, sono i lavoratori a rappresentare i promotori di WBOs.³²

È possibile evincere una parziale differenza nel caso in cui siano i lavoratori (WBO) o i manager (Management Buyout, MBO) dell'azienda a portare avanti l'operazione di buyout. Questa distinzione deve essere esaminata in quanto, in entrambe le tipologie, sono i dipendenti dell'impresa a prendere in mano il destino della stessa. Primo fattore da evidenziare è che il WBO è un'operazione caratterizzata da un ridotto ricorso alla leva finanziaria (mentre nel MBO accade il contrario). Questo

³⁰ L'usufrutto è un diritto reale di godimento che, secondo quanto dispone l'art. 981 del codice civile, assicura ad un soggetto (l'usufruttuario) il diritto di utilizzare e godere di bene che è di proprietà altrui. Le facoltà del proprietario sono totalmente comprese, tanto che per indicare il suo diritto si parla di "nuda proprietà".

³¹ Atto mediante il quale un soggetto viene privato del diritto di proprietà che ha sopra una cosa, a favore di un terzo.

³² Paola D., Salvatore M. (2015), *Workers' buyout: Corporate Governance e sistemi di controllo*, <http://roma.trepress.uniroma3.it/ojs/index.php/workers/article/view/1550/1540>, RomaTrE-Press, Roma

succede prevalentemente in quanto l'azienda Target in questo caso è molto spesso già soggetta ad alti livelli di indebitamento.

In generale, i processi di WBO sono influenzati da diversi fattori come il contesto economico nazionale, la forte presenza di unioni di lavoratori e movimenti cooperativi, la presenza/ assenza del supporto pubblico tramite benefici economici (come una minore tassazione).

A seconda del metodo utilizzato per l'acquisizione dell'azienda Target, i WBO si dividono in 3 tipologie³³:

1. Cooperative nate da conflitti sul luogo di lavoro; questa situazione si presenta spesso quando abbiamo un contesto di conflitto tra i proprietari ed i dipendenti. Tramite il WBO, e la conseguente trasformazione del business in forma cooperativa, questi conflitti vengono risolti.
2. Cooperative nate da negoziazioni; in questo caso si ha un framework di riferimento definito dalla legge Marcora. La negoziazione viene eseguita tramite l'aiuto delle autorità pubbliche.
3. ESOP (*Employee Stock Ownership Plans*); oltre ad assolvere a funzioni tipiche dei modelli che rientrano nella categoria generale della partecipazione azionaria, costituisce uno strumento preferenziale per la capitalizzazione e successione delle piccole medie imprese (PMI). Gli ESOP costituiscono di per sé uno strumento "neutro" che consente di trasferire ai lavoratori stocks azionari appartenenti all'impresa presso la quale sono costituiti. Dal punto di vista pratico sono schemi previdenziali integrativi nei quali la società (ESOP o Society Sponsor) versa i contributi dei dipendenti (sotto forma di azioni della società di liquidità da utilizzare per l'acquisizione delle stesse) in una società fiduciaria denominata Trust, appositamente costituita e avente una sua entità giuridica indipendente e distinta dalla società promotrice. Le azioni possono essere emesse dalla società o acquistate utilizzando fondi forniti dalla società stessa, da un banca o soggetto finanziatore; in questo ultimo caso alla società spetta l'onere del servizio del debito contratto per l'acquisto delle azioni. La quota di partecipazione di ogni dipendente è determinata in base a criteri generalmente rapportati all'anzianità di servizio e/o al livello retributivo.³⁴

³³ Salvatore M., Giulia N., Laura P., Alessio R. (2017), *Workers Buyout: the italian experience, 1986-2016*, [http://doi.org/10.9770/jesi.2017.4.4\(10\)](http://doi.org/10.9770/jesi.2017.4.4(10)) Entrepreneurship and sustainability issues 4(4), pp. 526-539

³⁴ Fabiana A., Roberta C., Germana C., Maddalena M., Alberto R (2010), *L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore*, <http://doczz.it/doc/2618732/l-esop--uno-strumento-per-l-impresa-minore> , Dossier Adapt

In Italia, così come in buona parte dell'Europa e dell'America, il WBO si realizza attraverso la forma cooperativa.

2.2. Cenni storici sul WBO

Primo caso in cui i lavoratori presero il controllo della fabbrica al fine di autogovernarla fu quello dell'azienda inglese tabacco, nel 1819. I lavoratori di quella fabbrica decisero di occuparla per iniziare a produrre indipendentemente. In Italia una simile acquisizione di un business portata avanti dai dipendenti può essere ricondotta al 1874, anno in cui venne creata la Cooperativa Ceramica d'Imola, la più antica cooperativa italiana.

Il WBO è un fenomeno che vede la sua nascita negli Stati Uniti all'inizio degli anni '80, a causa della recessione allora in atto che ha determinato la chiusura di numerose imprese e che ha visto un ruolo propositivo dei sindacati per preservare posti di lavoro. Quindi nel suo paese di origine, il WBO ha fin dal principio riguardato sia grandi che piccole imprese.³⁵

Il WBO ha conosciuto una rinascita in Argentina con le “Empresas Recuperadas Por Sus Trabajadores” (imprese recuperate o ERT), in particolare nel periodo successivo alla grande crisi da svalutazione del pesos nel 2001. Molti lavoratori decisero in quel caso di rimettersi in gioco, avendo competenze e professionalità necessarie per ricominciare, recuperando le imprese per cui lavoravano, costituendo cooperative di lavoro che diedero così nuova vita alle aziende. Molti ERT ebbero così successo, dando consapevolezza e sicurezza ai lavoratori.³⁶ La legislazione nazionale Argentina prevedeva la possibilità di un diritto di prelazione da parte dei lavoratori sull'affidamento dall'impresa nella quale questi lavoravano. L'affidamento rimaneva comunque sempre temporaneo, di durata biennale, e richiedeva di essere rinnovato. I lavoratori quindi si trovavano ad operare in una condizione di precarietà difficile da gestire. I settori economici con la più grande concentrazione di ERT sono quelli che hanno una forte presenza dei sindacati. Uno dei primi casi di impresa recuperata è stata l'IMPA (Industria Metalúrgica y Plástica Argentina), riavviata nel 1998.

³⁵ Salvatore M., Giulia N., Laura P., Alessio R. (2017), *Workers Buyout: the italian experience, 1986-2016*, [http://doi.org/10.9770/jesi.2017.4.4\(10\)](http://doi.org/10.9770/jesi.2017.4.4(10)) Entrepreneurship and sustainability issues 4(4), pp. 526-539

³⁶ Andrés R., Marcello V. (2015), *Argentina's Worker-Recuperated Enterprises, 2010- 2013: A Synthesis of Recent Empirical Findings* <http://www.jeodonline.com/sites/jeodonline.com/files/articles/2015/08/13/4ruggieri-vieta13aug2015.pdf>, volume 4, pp. 75-103

Con la crisi finanziaria del 2008, il fenomeno si è diffuso in una misura alquanto importante anche in Italia e negli Stati Uniti, per non parlare di Francia, Inghilterra e Germania. Soldi (2014), direttore generale di Coopfond, spiega che, pur non essendo la soluzione alla crisi attuale, il WBO è comunque una delle possibili risposte alle molteplici difficoltà che il paese sta attraversando. Durante la crisi le imprese cooperative hanno dimostrato di essere più resistenti e di riuscire a salvaguardare meglio di altre l'occupazione.

L'Unione europea, nel 2 luglio 2013 ha deciso di intraprendere un percorso a sostenimento di questa tipologia di impresa, considerandola una potente leva di sviluppo economico.³⁷ La risoluzione redatta da Toia, eurodeputata Pd e vicepresidente dei Socialisti e Democratici, e approvata dall'Europarlamento chiede alla Commissione europea e ai Paesi membri di sostenere con norme specifiche il modello imprenditoriale cooperativo, e in particolare il WBO, in tutti i settori, anche attraverso la concessione di fondi della Banca europea degli investimenti (Bei).

Tale risoluzione ha posto particolare attenzione al fenomeno del WBO evidenziando che:

“Si ritiene che il trasferimento di un'impresa ai dipendenti mediante la creazione di una cooperativa e altre forme di azionariato dei dipendenti possano essere la soluzione migliore per garantire la continuità aziendale, questo tipo di riconversione, con specifico riferimento alle cooperative di lavoro e ai workers buy out, deve essere sostenuto da una specifica linea di bilancio dell'UE che preveda anche gli opportuni strumenti finanziari; chiede urgentemente la creazione, con la partecipazione della Banca europea per gli investimenti (BEI), delle parti sociali e degli stakeholder del movimento cooperativo, di un meccanismo europeo volto a promuovere lo sviluppo delle cooperative e in particolare, le riconversioni di imprese in cooperative, anche, ad esempio, attraverso lo strumento dei fondi mutualistici.

Si sottolinea che il ricorso ai worker buy-out per reagire alla crisi economica sta diventando una pratica sempre più diffusa negli Stati membri; invita pertanto la Commissione a individuare opportuni strumenti finanziari o a estendere quelli esistenti per incentivare tale pratica”

³⁷ Patrizia T. (2013), *Proposta di risoluzione del parlamento europeo sul contributo delle cooperative al superamento della crisi*, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A7-2013-0222+0+DOC+XML+V0//IT>

Patrizia Toia ha poi presentato nel seguente anno, nel luglio 2014, un progetto per finanziare tutte quelle cooperative che acquisiscono le aziende in crisi (WBO) che prevede la creazione di un fondo di 500.000 € per la creazione di cooperative volte all'acquisizione di aziende in fallimento

Una seconda risoluzione fondamentale per esaminare il WBO nel quadro europeo è quella del 29 marzo 2017 di Ciprini *“Iniziativa volte a favorire l'acquisizione del capitale sociale delle imprese da parte dei loro dipendenti”*. Nell'introduzione di questa risoluzione viene evidenziato il ruolo che il WBO ha ricoperto nella lunga recessione iniziata nel biennio 2007-2008.

Tale risoluzione ha impegnato il governo a perseguire diversi obiettivi volti al supporto dei processi di WBO. Alcuni di questi obiettivi sono:

1. La redazione di un testo unico che preveda un quadro normativo unitario, organico e di semplice applicazione in tema di costituzione, agevolazioni finanziarie e rapporti con il fisco per le operazioni di workers buy out (WBO) e una semplificazione degli strumenti a sostegno delle cooperative di lavoratori che rilevano aziende fallite o in crisi
2. Operare per un rafforzamento degli attuali strumenti di sostegno alle operazioni di WBO
3. Favorire iniziative normative volte a prevedere misure agevolative per il sostegno dell'occupazione anche attraverso possibili forme di decontribuzione ovvero agevolazioni fiscali a favore delle cooperative di lavoratori che danno vita ad una iniziativa imprenditoriale per rilevare l'azienda di cui erano dipendenti
4. Favorire iniziative anche di carattere normativo che assicurino l'applicazione di un regime di esenzione fiscale per gli importi delle indennità di mobilità o le somme erogate a titolo di NASpI reinvestite nella costituzione di WBO
5. Valutare l'opportunità di adottare, compatibilmente con i vincoli di finanza pubblica, nell'ambito di futuri provvedimenti economico-finanziari, misure economiche volte a facilitare l'accesso al credito da parte di WBO anche con eventuali forme di garanzia pubblica sui finanziamenti erogati dagli istituti di credito a favore delle iniziative di WBO

2.3. Workers Buyout in Italia

Pur essendo che il modello di WBO ha avuto poco seguito in Italia (visti i suoi bassi numeri), ha comunque avuto un forte impatto, salvando più di 10.000 posti di lavoro e all'incirca 250 aziende. Questo processo ha assistito a un forte boom provocato dalla crisi del 2007-2008, la quale portò moltissime imprese sull'orlo del fallimento. Nel prosieguo del paragrafo vengono analizzate le modalità, la legislazione e i principali agenti coinvolti.

2.3.1 L'utilizzo della forma cooperativa

In Italia, come per altri stati dell'Unione Europea e dell'America, la forma cooperativa divenne per svariate ragioni il modello base per effettuare operazioni di Workers Buyout. Questa forma offriva vari vantaggi, tra cui porre gli individui al centro dell'organizzazione, ancora prima dei profitti, tanto che il fine del profitto, all'interno della forma mutualistica, viene ad essere solo un tramite per la suddivisione di quest'ultimo tra i dipendenti stessi.

La società deve costituirsi per atto pubblico. L'atto costitutivo stabilisce le regole per lo svolgimento dell'attività mutualistica. Al momento della costituzione non si hanno requisiti minimi di capitale. Per costituire una società cooperativa è necessario che i soci siano almeno nove. Può essere costituita una società cooperativa da almeno tre soci quando i medesimi sono persone fisiche e la società adotta le norme della società a responsabilità limitata. Se successivamente alla costituzione il numero dei soci diviene inferiore a quello stabilito, bisogna reintegrare il numero di soci minimo entro un anno. Dopo questo arco temporale la società viene sciolta e messa in liquidazione forzatamente. Comunque, all'atto costitutivo vengono stabiliti i requisiti per l'ammissione dei nuovi soci e la relativa procedura, secondo criteri non discriminatori coerenti con lo scopo mutualistico e l'attività economica svolta.

2.3.2 Agenti finanziari coinvolti

Il framework proposto dalla legge Marcora consiste in un approccio collaborativo e negoziato tra i seguenti stakeholder⁴⁰:

⁴⁰ Marcello V., (2015) "The Italian Road to Creating Worker Cooperatives from Worker Buyouts: Italy's Worker-Recuperated Enterprises and the Legge Marcora Framework", <http://www.euricse.eu/it/publications/wp-7815-the-italian-road-to-creating-worker-cooperatives-from-worker-buyouts-italys-worker-%C2%ADrecuperated-enterprises-and-the-legge-marcora-framework/>, Euricse Working Papers, 78|15

1. I lavoratori dell'azienda; essi possono iniziare a considerare il WBO dal momento in cui (a) l'azienda sia sull'orlo del fallimento oppure (b) parte o tutta l'azienda viene offerta ai lavoratori dai proprietari oppure (c) quando un gruppo di dipendenti è stato o sarà licenziato a causa della chiusura del business e (d) dopo che almeno nove lavoratori, provenienti dall'azienda che sta chiudendo, formano una NewCo⁴¹. Una volta creata questa nuova cooperativa, i lavoratori possono cominciare ad acquisire l'azienda Target tramite acquisti di capitale sociale utilizzando risorse in loro possesso (come il TFR⁴²). Possono inoltre reperire fondi sia dal settore cooperativo che da istituzioni finanziarie. La contribuzione minima che ogni lavoratore deve corrispondere per la formazione del capitale della nuova cooperativa ammonta a 4000€;
2. Il settore cooperativo; i lavoratori che vogliono intraprendere un processo di WBO spesso lavorano in stretto contatto con le confederazioni cooperative italiane quali, ad esempio, Legacoop e Confcooperative. I membri della nuova NewCo possono avere sia assistenza tecnica riguardante il processo di WBO, sia ottenere finanziamenti sotto forma di capitale o di debito. Un importante fondo è il Fondo Mutualistico, all'interno del quale ogni cooperativa deve versare annualmente il 3% dei propri proventi;
3. Lo Stato; sono stati messi a disposizione delle aziende sottoposte a WBO due fondi al fine di minimizzare la disoccupazione anche in tempi di crisi. I due fondi sono Foncooper e il Fondo Speciale per la Salvaguardia dei Livelli Occupazionali. I suddetti fondi prendono parte al processo di finanziamento della nuova cooperativa tramite debito o capitale con una leva unitaria rispetto ai contributi iniziali dei lavoratori;
4. Investitori istituzionali; la legge Marcora ha istituito la Cooperazione Finanza Impresa (CFI), un investitore istituzionale incaricato di gestire il Fondo Speciale per la Salvaguardia dei Livelli Occupazionali e di portare avanti gli obiettivi della legge Marcora. Prima di investire in un WBO, la CFI svolge un'attenta analisi, lavorando a contatto con i lavoratori e richiedendo pareri di esperti.

Nei processi di acquisizione, tramite WBO, in Italia, rimane sovrano il ruolo di alcune istituzioni finanziarie, le quali hanno il compito di finanziare queste acquisizioni. I principali attori coinvolti

⁴¹ Una nuova società formata al fine di acquisire il business di un'altra società in fallimento

⁴² Trattamento di fine rapporto, cioè la somma che il datore di lavoro deve corrispondere al lavoratore nel momento della cessazione, per qualsiasi motivazione, del rapporto di lavoro subordinato

sono i Fondi Mutualistici (con lo scopo di promuovere la crescita finanziaria ed economica del movimento cooperativo tramite risorse generate internamente, le quali infatti provengono, in larga parte, dai contributi, pari al 3% dei profitti, versati da tutte le cooperative italiane), la Cooperazione Finanza Impresa (o CFI, la quale ha il compito di analizzare la sostenibilità e competitività dei progetti di WBO e, se risultati idonei, finanziarli), le Istituzioni Bancarie e altre Istituzioni Finanziarie (con il compito di garantire i prestiti erogati dalle banche alle imprese in fase di WBO, così da velocizzare il processo di raccolta delle risorse).⁴³

Si focalizza ora l'attenzione sulla CFI, una società cooperativa per azioni che opera dal 1986 per la promozione delle imprese cooperative di produzione e lavoro e delle cooperative sociali. È promossa da AGCI, Confcooperative, Legacoop ed è partecipata dal Ministero dello Sviluppo Economico. Partecipa, nella sua funzione di investitore istituzionale, al capitale sociale delle imprese ed eroga finanziamenti finalizzati a piani di investimento, con l'obiettivo di creare valore, quindi salvaguardare ed incrementare l'occupazione. Promuove la nascita, lo sviluppo ed il riposizionamento di imprese impegnate in progetti innovativi, socialmente rilevanti, connotati da un profilo economico e finanziario sostenibile. CFI inoltre sostiene i soci lavoratori nelle decisioni strategiche e nelle scelte operative.⁴⁴

Tramite finanziamenti erogati sotto forma di debito e capitale, CFI finanzia la crescita delle imprese cooperative. I finanziamenti vengono erogati solo dopo l'approvazione di progetti coerenti e sostenibili rispetto al profilo economico e finanziario. I progetti in essere devono altresì essere mirati alla salvaguardia dell'occupazione. Requisito essenziale rimane la forma cooperativa delle aziende riceventi i finanziamenti. Nel caso in cui un'impresa risulti idonea a ricevere il finanziamento, CFI sottoscrive una partecipazione di minoranza nell'impresa. Nel periodo 2011-2017, CFI ha deliberato 88 interventi a supporto di 58 progetti di WBO che sviluppano un valore della produzione superiore a 230 milioni di euro ed impiegano 1.470 addetti.⁴⁵

2.3.3 Profili legali in ambito WBO

Nel 1985 per la prima volta viene creata una regolamentazione riguardante i WBO. Il fine della normativa è quello della promozione di tale tipologia di pratica, in quanto, come abbiamo precedentemente sottolineato, il WBO può avere effetti molto positivi, quali il risanamento di imprese

⁴³ Salvatore M., Giulia N., Laura P., Alessio R. (2017), *Workers Buyout: the italian experience, 1986-2016*, [http://doi.org/10.9770/jesi.2017.4.4\(10\)](http://doi.org/10.9770/jesi.2017.4.4(10)) Entrepreneurship and sustainability issues 4(4), pp. 526-539

⁴⁴ Sito Web Cooperazione Finanza Impresa s.c.p.a

⁴⁵ Dati estrapolati dal sito web di Cooperazione Finanza Impresa s.c.p.a.

che altrimenti andrebbero in fallimento (portando svariati effetti a catena su tutti i portatori di interesse, come ad esempio i fornitori) e la consecutiva salvaguardia del livello di occupazione.

Pertanto, venne emanata la legge n.49 del 27 febbraio 1985, conosciuta come Legge Marcora, promuovendo la costituzione di cooperative da parte dei lavoratori licenziati, cassaintegrati o dipendenti di aziende in crisi o sottoposte a procedure concorsuali⁴⁶. Agli articoli 1-13 (“Istituzione e funzionamento del fondo di rotazione per la promozione e lo sviluppo della cooperazione”), viene istituito Foncooper, un fondo per la promozione e lo sviluppo di cooperative, il quale eroga prestiti a basso tasso di interesse per il finanziamento di progetti cooperativi. Agli articoli 14-19 (“Istituzione e funzionamento del fondo speciale per gli interventi a salvaguardia dei livelli di occupazione”) si istituisce il Fondo speciale per gli interventi a salvaguardia dei livelli di occupazione, utilizzato dalle società finanziarie nel settore cooperativo al fine di partecipare al capitale sociale delle cooperative di produzione e lavoro operanti in tutti i settori economici. Così facendo possiamo vedere che il Ministero dell’industria, del commercio e dell’artigianato partecipa al capitale sociale di società finanziarie appositamente costituite, potendo così utilizzare il fondo per i fini prestabiliti. Con i fondi ricevuti, le società finanziarie, dando priorità a quelle costituite dai lavoratori di un’azienda in crisi, possono acquisire quote di minoranza temporanee nelle cooperative.

Andando più nello specifico rispetto a ciò che è stato detto nel paragrafo precedente, riprendiamo i commi 1,2 e 4 dell’articolo 1 della Legge Marcora, all’interno del quale si ritrova l’istituzione del fondo Foncooper:

1) È istituito presso la Sezione Speciale per il Credito alla Cooperazione, costituita presso la Banca Nazionale del Lavoro con decreto legislativo del Capo provvisorio dello Stato 15 dicembre 1947, n. 1421, un fondo di rotazione per la promozione e lo sviluppo della cooperazione in seguito denominato Foncooper.

2) Tale fondo è destinato al finanziamento delle cooperative che abbiano i seguenti requisiti:

- a) siano ispirate ai principi di mutualità richiamati espressamente ed inderogabilmente nei rispettivi statuti con riferimento agli articoli 23 e 26 del decreto legislativo del Capo provvisorio dello Stato 14 dicembre 1947, n. 1577, e successive modificazioni ed integrazioni;*

⁴⁶ Tutte quelle procedure giudiziali volte a sottoporre ad esecuzione il patrimonio di un'impresa nel caso di insolvenza dell'imprenditore commerciale, con il fine di soddisfare i creditori in modo equo.

b) siano iscritte nei registri delle prefetture e nello schedario generale della cooperazione e siano soggette alla vigilanza del Ministero del lavoro e della previdenza sociale.

4) I finanziamenti devono essere finalizzati all'attuazione di progetti relativi:

- 1) all'aumento della produttività e/o dell'occupazione della manodopera mediante l'incremento e/o l'ammodernamento dei mezzi di produzione e/o dei servizi tecnici, commerciali e amministrativi dell'impresa, con particolare riguardo ai più recenti e moderni ritrovati delle tecniche specializzate nei vari settori economici; a valorizzare i prodotti anche mediante il miglioramento della qualità ai fini di una maggiore competitività sul mercato; a favorire la razionalizzazione del settore distributivo adeguandolo alle esigenze del commercio moderno; alla sostituzione di altre passività finanziarie contratte per la realizzazione dei progetti di cui al presente numero ed in misura non superiore al 50 per cento del totale dei progetti medesimi;
- 2) alla ristrutturazione e riconversione degli impianti.

Altro importante articolo è il n.17, riguardante l'istituzione del Fondo Speciale per gli interventi a salvaguardia dei livelli di occupazione, del quale i primi due commi recitano:

1) È istituito presso la Sezione speciale per il credito alla cooperazione un fondo per gli interventi a salvaguardia dei livelli di occupazione.

2) Al fine di salvaguardare e incrementare l'occupazione, mediante lo sviluppo di piccole e medie imprese costituite nella forma di società cooperativa o di piccola società cooperativa, ivi incluse quelle costituite nella forma di cooperativa sociale, appartenenti al settore di produzione e lavoro, il Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato partecipa al capitale sociale di società finanziarie appositamente costituite, utilizzando allo scopo le disponibilità del Fondo di cui al comma 1.

Successivamente alla legge Marcora, sono stati effettuati numerosi interventi legislativi. Ne elenchiamo ora alcuni, partendo dalla legge 5 marzo 2001, n.57 (denominata legge Marcora II, "disposizioni in materia di apertura e regolazione dei mercati"). A seguito di una sentenza dell'Unione Europea che sancì la sospensione temporanea della legge Marcora (violava le regole riguardanti la concorrenza), tale legge fece sì di limitare il finanziamento di Workers Buyout da parte dello Stato, ponendo un limite di 1:1 tra versamenti dello Stato e versamenti dei lavoratori. Tale finanziamento

doveva essere poi restituito dai dipendenti entro 7/10 anni. Inoltre, venne permessa la presenza, all'interno della cooperativa e per tutta la durata dell'investimento, di un socio finanziatore, cioè una cooperativa o un'altra entità avente interessi finanziari piuttosto che mutualistici. Tale legge ha modificato gli articoli 1, 12 e 17 ed inoltre ha abrogato gli articoli 3, 5, 6, 15, 16, 18, 19 della legge Marcora.

Sono avvenuti successivamente altri interventi normativi, quali:

1. Il decreto legge 23 dicembre 2013, n.145, convertito in legge 21 febbraio 2014, n.9, prevede all'articolo 11 un diritto di prelazione, in capo a società cooperative costituite da lavoratori dipendenti di rami di aziende o complessi di beni e contratti di imprese sottoposte a fallimento, amministrazione straordinaria o liquidazione coatta amministrativa, in merito all'affitto o all'acquisto di tali aziende. Lo stesso decreto stabilisce che, per l'affitto o l'acquisto di tali aziende, i lavoratori della cooperativa possono utilizzare indennità di mobilità, TFR e indennità ASPI
2. Il decreto del ministero dello sviluppo economico del 4 dicembre 2014 prevede un regime finalizzato a promuovere la nascita dello sviluppo di cooperative di piccole e medie dimensioni
3. Il decreto legislativo 4 marzo 2015, n.22, prevede che il lavoratore avente diritto alla corresponsione della NASPI possa richiedere la liquidazione anticipata dell'importo complessivo del trattamento che gli spetta con il fine di utilizzare tale somma per la sottoscrizione di una quota di capitale sociale di una cooperativa nella quale il rapporto mutualistico ha ad oggetto la prestazione di attività lavorative da parte del socio. Il lavoratore intenzionato a compiere tale atto, deve presentare all'INPS la domanda di anticipazione in via telematica entro 30 giorni dalla data di sottoscrizione di una quota di capitale sociale della cooperativa
4. Il Decreto direttoriale del 16 aprile 2015 ha definito gli aspetti operativi per la presentazione e la valutazione delle domande, la concessione e l'erogazione delle agevolazioni e lo svolgimento del monitoraggio delle iniziative agevolate, nonché le modalità di regolamentazione dei rapporti tra il Ministero dello sviluppo economico e le società finanziarie a cui è affidata la gestione dell'intervento.

2.4. Workers Buyout e vita dell'azienda

Il Workers Buyout, come precedentemente evidenziato, è un processo di ristrutturazione dell'azienda che fa sì che i lavoratori vengano a capo della stessa. La procedura di ESOP (Employee Stock Ownership Plan) viene spesso interpretata dai proprietari dell'azienda come una fonte di capitale a basso costo, ma anche come un metodo per aumentare la produttività e la tranquillità all'interno dell'impresa. Questo processo fa sì che l'imprenditore possa aumentare il proprio controllo sui dipendenti. Viene infatti data loro una porzione dell'azienda al fine di renderli più soddisfatti, calmi e produttivi.⁴⁷

Comunque, rimane pur sempre vero che tali iniziative hanno permesso la rinascita di molte aziende che altrimenti avrebbero chiuso, rendendo così disoccupati tutti i lavoratori impiegati in esse. Tale processo di ristrutturazione sta prendendo sempre più piede come dimostrano le statistiche (ad oggi il 50% delle aziende sottoposte a WBO sono sopravvissute nel lungo periodo⁴⁸). I dati prelevati da un questionario realizzato da EURICSE (Europeo di Ricerca sull'Impresa Cooperativa e Sociale) e compilato dalle cooperative nate tramite processi di WBO ha messo in evidenza una governance partecipata e una buona capacità innovativa di tali imprese. Possiamo infatti supporre che i lavoratori, essendo loro stessi a svolgere attività a livello operativo, spesso sviluppano capacità tali che gli permettono di individuare falle nel sistema, opportunità di sviluppo, possibilità di efficientamento della produzione e altro ancora.

Riprendendo il paragrafo precedente, le ragioni⁴⁹ a favore della promozione dei WBO sono:

1. I dipendenti potrebbero essere gli unici in grado di mantenere il know-how dell'azienda qualora il proprietario decidesse di abbandonare il business;
2. L'acquisizione dell'azienda da parte dei lavoratori evita che la stessa cada in mano ai competitor;
3. I dipendenti sono già a conoscenza del business, dei clienti, dei fornitori, delle banche... e pertanto hanno un quadro più completo della situazione aziendale. Inoltre, tali relazioni, anche

⁴⁷ J Kaufman, J. (1989). *Democratic ESOPs: Can Workers Control Their future?*, https://www.jstor.org/stable/40862064?seq=1 - page_scan_tab_contents, *The Labor Lawyer* vol.5, no.4, pp. 825-843

⁴⁸ Dati raccolti dal sito dell'Istituto Europeo di Ricerca sull'Impresa Cooperativa e Sociale, <http://www.euricse.eu/it/>

⁴⁹ CECOP-CICOPA (2013), *Business Transfers to Employees under the Form of a Cooperative in Europe, Opportunities and Challenges*, http://www.cecop.coop/IMG/pdf/bussiness_transfers_to_employees_under_the_form_of_a_cooperative_in_europe_cecop-4.pdf, CECOP – CICOPA Europe

in mancanza dei proprietari, continuerebbero senza interruzione, proprio grazie a questa conoscenza da parte dei lavoratori;

4. Vengono salvati molti posti di lavoro, preservando così da un licenziamento di massa quei territori in cui l'azienda aveva assunto numerosi dipendenti. Tali situazioni potrebbero infatti essere pericolose per l'economia del territorio, che si ritroverebbe da un giorno all'altro con un'impennata del tasso di disoccupazione ed un conseguente minore potere di spesa da parte della popolazione locale;
5. Viene conferito un supporto finanziario da parte di enti istituzionali al fine di risanare quelle imprese sottoposte a WBO, conferendo loro anche un vantaggio competitivo rispetto ad altre imprese (come analizzato nei capitoli precedenti, sono infatti previsti sgravi fiscali oltre che finanziamenti a tassi agevolati).

Tramite un'analisi effettuata da EURICSE⁵⁰, sono emersi vari aspetti interessanti riguardanti la fase post-WBO. È possibile individuare diverse modifiche apportate all'azienda durante e dopo questo processo, prima tra queste un ridimensionamento dell'impresa. Questa riduzione delle dimensioni dell'impresa dipende dal fatto che le imprese che più spesso vengono coinvolte in processi di WBO sono in crisi. Le imprese tendono a modificare come prima cosa certi aspetti del processo produttivo dell'azienda e tendono a mantenere lo stesso target di clientela, o al massimo ad espanderlo.

Successivamente al processo di WBO le aziende tendono inoltre ad aumentare i livelli di produttività e i profitti generati. Questi risultati dipendono molto dal fatto che i lavoratori molto spesso investono nella tecnologia, in nuovi macchinari, in nuovi processi produttivi, che nel loro insieme implementano un efficientamento generale dell'intero sistema azienda. Questi investimenti hanno permesso alle aziende di uscire dalle loro rispettive fasi di crisi, operando un taglio drastico ai costi variabili. Infatti, oltre a questi investimenti, tali cooperative spesso riducono il costo del lavoro. Infatti, essendo i lavoratori stessi a capo dell'azienda, possono spesso operare senza problemi un taglio nei salari e nei dividendi distribuiti, che nella maggior parte dei casi vengono poi utilizzati per un autofinanziamento interno dell'azienda, o per il pagamento dei debiti. Tramite questa riduzione dei costi del lavoro, tali aziende riescono ad evitare licenziamenti dei dipendenti, fermo restando la tendenza a non assumere nuova forza lavoro. Comunque, è opportuno evidenziare il fatto che al momento della creazione della

⁵⁰ Marcelo V., Sara D., Antonella C. (2017), *The italian road to recuperating enterprises and the Legge Marcora framework*, http://www.euricse.eu/wp-content/uploads/2017/03/15_17-Rapporto-Vieta-Depedri-Carrano-1.pdf, Euricse research report

nuova cooperativa, il numero dei lavoratori tende a ridursi. Questo fenomeno è dato dal fatto che molti di loro non sono disposti a prendersi in mano tale responsabilità, alcuni trovano impieghi differenti ancora prima della chiusura dell'impresa, altri ancora preferiscono optare per un pensionamento anticipato. Comunque, questa uscita dei lavoratori avviene molto spesso senza l'uso di un'esclusione forzata, ma tramite una volontà espressa da coloro che decidono di non partecipare al progetto.

Pertanto, possiamo dire che gli ex-dipendenti, ora proprietari, dell'azienda, tendono ad operare investimenti razionali e giusti che permettono un efficientamento generale. Inoltre, soprattutto nei primi periodi sono molti i casi in cui questi si "sacrificano", diminuendo i propri salari, lavorando più ore e più duramente. Infatti, come abbiamo evidenziato nei paragrafi precedenti, è sì vero che il numero di impiegati diminuisce, ma allo stesso tempo aumentano le quantità prodotte, cosa che pertanto comporta un maggior sforzo dei lavoratori rimasti nella cooperativa.

2.5. Conclusioni

Dopo aver trattato tutte le peculiarità di questo fenomeno è possibile concludere dicendo che in generale tale processo è vantaggioso per le imprese, per i precedenti proprietari ed anche per i lavoratori. La produzione subisce un miglioramento, i costi diminuiscono, vengono conferiti sgravi fiscali, possono essere ottenuti finanziamenti agevolati, ecc... In molti casi, senza l'intervento dei lavoratori e del WBO, molte imprese sarebbero costrette a chiudere, creando disoccupazione e molto spesso i lavoratori di tali imprese sono persone in età avanzata che ormai non hanno più lo stimolo né la possibilità per ricollocarsi sul mercato del lavoro.

Inoltre, se si analizza il tasso di fallimento delle cooperative rispetto a quello delle altre imprese, si può notare che il tasso di default per le prime risulta minore al diminuire del GDP (PIL interno lordo)⁵¹. Nel capitolo successivo verrà analizzato un caso reale di WBO che ha interessato l'impresa Greslab.

⁵¹ Alberto Z., Antonio Z., François S., Adrian Z. (2011), *Beyond the Crisis: Cooperatives, Work, Finance*, http://www.cecop.coop/IMG/pdf/beyond_the_crisis_english-2.pdf, CECOP publications

3. Greslab: analisi di un caso di Workers Buyout

3.1 Introduzione

Il tema dell'analisi prescelto è un caso pratico riguardante un'azienda sottoposta a WBO. Tale tema è stato scelto in quanto si è voluto mettere in pratica le nozioni teoriche evidenziate nel capitolo precedente. Lo scopo è pertanto quello di capire se è possibile riscontrare tali conoscenze nella realtà dei fatti. In particolare, il fine di tale analisi è quello di capire come si sia modificato l'assetto dell'azienda tramite il WBO e di valutare se siano stati risolti o meno i problemi alla base del fallimento e se sia migliorata la performance dell'azienda. A tal fine, verranno inoltre calcolati indici di bilancio necessari per analizzare la situazione di Ceramica magica (pre-WBO) e Greslab (post-WBO). I dati di natura qualitativa riguardanti il processo di Workers Buyout e la situazione generale di Ceramica Magica e Greslab esposti in questo paragrafo sono stati raccolti grazie alla collaborazione di Antonio Caselli, Presidente del consiglio di amministrazione. Prima di passare all'analisi vera e propria viene offerta ora una descrizione sommaria dell'azienda così da introdurre il soggetto dell'analisi

Ceramica magica era un'azienda di Scandiano, provincia di Reggio Emilia, nata intorno al 1960. Tale azienda operava soprattutto nel mercato Americano, con un fatturato dato per più del 60% da clienti americani. Il settore di sua appartenenza era quello della ceramica.

Ceramica Magica nel maggio del 2008 ha risentito molto della crisi del mercato americano tanto che proprio in quell'anno entra in concordato⁵², rimanendo in procedura concorsuale⁵³ fino a giugno 2011, quando Greslab ha avviato la sua attività. Tuttavia, anche prima del 2008 l'azienda non operava eccellentemente. A causa di un alto livello di indebitamento, l'impresa era particolarmente vulnerabile rispetto ai cali di fatturato.

Il Workers Buyout è stato fatto solo in parte tramite il riscatto delle indennità dei lavoratori presenti

⁵² Il concordato preventivo è uno strumento che la legge mette a disposizione dell'imprenditore, in crisi o in stato di insolvenza, per evitare la dichiarazione di fallimento attraverso un accordo destinato a portare ad una soddisfazione anche parziale delle ragioni creditorie

⁵³ Le procedure concorsuali sono una serie di procedure (come il fallimento, il concordato preventivo e il concordato fallimentare) che mirano a dare una soluzione allo stato di crisi di un'impresa commerciale attraverso la regolamentazione dei rapporti con i creditori

nell'azienda precedentemente al WBO, per un ammontare complessivo di 418.000€. Infatti, al capitale sociale della società hanno contribuito anche⁵⁴:

1. Coopfond, per un importo di 300.000€ (nel 2016 aumentati a 600.000 per altri 7 anni)
2. CFI (Cooperazione Finanza impresa), per un importo di 300.000€ (nel 2016 aumentati di 150.000€ per altri 3 anni)
3. 3 società private quali:
 - a. PowerGres Spa, per un importo di 300.000€
 - b. Ceramiche Moma Spa, per un importo di 200.000€
 - c. XIStyle Srl, per un ammontare di 100.000€

Il finanziamento ricevuto tramite le società private (operanti quindi come soci sovventori⁵⁵) è stato concordato per un periodo di durata pari a 7 anni, ed a due punti percentuali in più della remunerazione delle quote dei soci cooperatori stabilita dall'Assemblea ordinaria dei soci. Alla scadenza i finanziamenti sono stati restituiti (eccetto un privato, il quale è rimasto finanziatore per un totale di 200.000€).

Greslab è una cooperativa che è nata come una nuova società al fine di acquisire parte della società precedente. Ha infatti mantenuto poco di quello che era l'assetto di Ceramica Magica, cioè solo la produzione di piastrelle, diminuendo così il suo portafoglio prodotti e focalizzandosi solo su tale tipologia. Infatti, CFI e Coopfond hanno richiesto un cambiamento drastico del programma industriale, imponendo una forte discontinuità progettuale come condizione necessaria per l'erogazione dei finanziamenti. Ora Greslab si concentra solamente sulla produzione per conto terzi di piastrelle in ceramica, le quali sono quindi vendute senza marchio.

Anche i clienti sono stati cambiati, tanto che all'inizio dell'attività Greslab si trovò in difficoltà nel reperimento di questi ultimi. Componente principale di tale processo furono i nuovi soci. Oltre a fornire capitale sociale, le tre società private hanno permesso la ripresa dell'attività, in quanto hanno garantito il fatturato di Greslab per un 70%. Le vendite comunque erano fatte poco sopra il costo marginale, portando l'azienda ad essere in perdita per i due anni successivi alla riapertura. I clienti sono stati del tutto cambiati poiché Greslab, al contrario di Ceramica Magica, produce senza marchio.

⁵⁴ Dati acquisiti dai bilanci di Greslab successivi al 2011

⁵⁵ Persone fisiche o giuridiche che partecipano a programmi per lo sviluppo tecnologico, per la ristrutturazione ed il potenziamento aziendale oppure a programmi pluriennali per lo sviluppo e l'ammodernamento aziendale, ovvero sostengono economicamente la Cooperativa

Per quanto riguarda la produzione, sono stati presi in affitto i macchinari e gli immobili precedentemente adoperati da Ceramica Magica (si parla di 50.000€ all'anno per l'affitto dei macchinari e 200.000€ l'anno per l'affitto degli immobili, poi aumentati a 250.000€, fino ad arrivare a 300.000€ l'anno). Successivamente, nel 2016, i macchinari e gli immobili sono stati messi all'asta dal tribunale (in quanto l'azienda è fallita non riuscendo a chiudere il concordato) e Greslab, aggiudicandosi tale asta, ne è diventata proprietaria, finanziando tale operazione con un leasing pro soluto dell'importo di 2.300.000€. Inoltre, per quanto riguarda i macchinari, l'azienda nell'arco di 6 anni ha investito ulteriormente in tecnologia e nuove attrezzature, per un valore complessivo di 10.000.000€.

3.2 Descrizione dell'impresa prima della crisi aziendale

In questo paragrafo verrà effettuata un'analisi di bilancio tramite indici. Tale analisi si prefigge l'obiettivo di misurare l'andamento economico e la situazione finanziaria e patrimoniale dell'impresa. In generale gli indici hanno un significato proprio, ma al contempo tali indici devono essere analizzati e comparati. Una metodologia per relazionare e scomporre un indice in più indici è il Metodo Du Pont, tramite il quale la scomposizione dell'indice ha il fine di capire le motivazioni per le quali si è pervenuti a un certo risultato.

L'analisi per indici è fatta rapportando varie grandezze rappresentate in bilancio. Presupposto di tale analisi è la riclassificazione del bilancio di esercizio. Ciò viene fatto in quanto si cerca di mettere in evidenza delle grandezze che normalmente non sarebbero facilmente individuabili dal semplice stato patrimoniale e conto economico. Riclassificazione significa pertanto mettere in evidenza taluni aggregati dello stato patrimoniale e alcuni aggregati intermedi del conto economico, così facilitando il giudizio sull'andamento dell'azienda.

Il criterio adoperato in questa sede per la riclassificazione dello stato patrimoniale è una rielaborazione che permette di ottenere un prospetto redatto secondo i criteri finanziari. Gli impieghi sono stati esposti in ordine decrescente di liquidità, rispetto al tempo impiegato da tali misure a trasformarsi in liquidità. Le voci riclassificate in questo modo vengono raggruppate nelle due seguenti categorie:

1. Attivo corrente, comprendente tutte quelle attività che sono considerate esigibili entro 12 mesi

2. Attivo immobilizzato, comprendente attività che sono considerate esigibili oltre 12 mesi

Per le passività il principio rimane lo stesso, ovvero vengono riordinate in base alla loro esigibilità, cioè in base ai tempi entro i quali possono essere richieste, tali per cui diventino vere e proprie uscite di cassa. La suddivisione è stata pertanto la seguente:

1. Passività correnti, cioè fonti di finanziamento da rimborsare entro 12 mesi
2. Passività consolidate, cioè fonti di finanziamento da rimborsare oltre 12 mesi
3. Patrimonio netto, cioè la fonte di finanziamento considerata permanente all'interno dell'impresa

Quanto sopra esposto porta al seguente schema:

Attivo Corrente	Passività Correnti
	Passività Consolidate
Attivo Immobilizzato	Patrimonio Netto

Schema di propria elaborazione

Per quanto riguarda il conto economico, la riclassificazione adoperata è quella a scalare a valore aggiunto. Il valore aggiunto, quale differenza tra ricavi operativi e costi operativi sostenuti per l'acquisto di risorse esterne, esprime la capacità dell'azienda di creare ricchezza per remunerare i fattori produttivi e i diversi portatori di interesse. Questa riclassificazione è molto utile soprattutto per identificare l'EBIT, o risultato operativo, misura che verrà utilizzata abbondantemente all'interno degli indici di bilancio.

Possiamo pertanto dire che la riclassificazione ha il fine di:

1. Evidenziare i parametri e le grandezze più espressive della gestione (EBIT, EBITDA,...)
2. Omogeneizzare i dati così da poterli confrontare tra aziende diverse o tra diversi esercizi della

stessa azienda

3. Separare nettamente la gestione caratteristica dell'impresa dalla gestione cosiddetta accessoria o extra-caratteristica

Sono illustrati in appendice la riclassificazione rispettivamente di stato patrimoniale e conto economico.

Gli indici utilizzati per l'analisi sono illustrati di seguito. Come prima cosa è stato analizzato il livello di indebitamento di Ceramica Magica tramite due indici, indice di incidenza e indice di costo.

$$\text{Indice di incidenza} = \frac{\text{Debiti finanziari di breve, medio e lungo termine}}{\text{Totale dei debiti} + \text{Capitale proprio}}$$

	Al 31/12/2006	Al 31/12/2005
Indice di incidenza	50,75%	52,05%

Schema di propria elaborazione

L'indice di incidenza è dato dal rapporto tra debiti finanziari di breve, medio e lungo termine e il totale dei debiti più capitale proprio. Tale indice è di natura verticale (cioè rapporta un valore a un aggregato che lo comprende) e pertanto ritornerà sempre un valore compreso tra 0% e 100%. È possibile notare che l'indebitamento verso le banche è aumentato dal 2005 al 2006. Come infatti è desunto dai dati sopra esposti, Ceramica magica era un'azienda con un livello di indebitamento abbastanza alto, tale per cui era soggetta al pagamento di una mole di oneri finanziari ad esso collegati non sostenibile in condizioni economiche avverse. La situazione infatti è precipitata nel momento in cui, nel 2008, l'azienda ha registrato un calo drastico del fatturato dovuto alla crisi del mercato americano (nel quale concentrava più del 60% delle sue vendite). Considerando anche l'indice di costo (calcolato tramite rapporto tra interessi passivi e reddito operativo) è possibile analizzare meglio la situazione:

$$\text{Indice di costo} = \frac{\text{Interessi passivi}}{\text{Reddito operativo}}$$

	Al 31/12/2006	Al 31/12/2005
Indice di costo	113,93%	-

Schema di propria elaborazione

L'indice sopra esposto evidenzia che il reddito operativo, cioè il risultato proveniente dalla gestione ordinaria (relativa al core business), non riesce di per sé a ripagare gli interessi passivi associati ai debiti finanziari. Questa circostanza evidenzia decisamente una problematica, come prima evidenziato, di eccessivo indebitamento, o comunque un costo eccessivo del debito eccessivo rispetto a quella che è la gestione caratteristica dell'impresa.

Successivamente è stata presa in analisi la liquidità dell'azienda:

$$\text{Attivo di breve} \geq \text{Passivo a breve}$$

$$40.109.017 > 30.952.684 \rightarrow \text{Anno 2006}$$

$$38.564.061 > 36.911.419 \rightarrow \text{Anno 2005}$$

L'ipotesi ideale consiste nell'avere un passivo a breve termine uguale all'attivo di breve termine. Tale ragionamento si basa sul fatto che nel caso in cui le attività a breve fossero maggiori delle passività a breve, ciò significherebbe che si sta finanziando parte delle attività di breve periodo con passività di lungo periodo. Ciò implicherebbe una riduzione della redditività aziendale in quanto il costo del passivo a lungo è maggiore di quello a breve. Allo stesso tempo, le attività a breve termine hanno solitamente una redditività minore di quelle a lungo termine. Nel caso in cui invece ci sia un passivo a breve termine maggiore dell'attivo a breve, allora significherebbe che l'azienda sta finanziando parte dell'attivo di lungo termine tramite passivo a breve, cosa che potrebbe comportare problemi riguardanti la rinegoziazione nel momento in cui si andasse a rinnovare il debito. Come evidenziato dai dati, si può notare che l'attivo a breve dell'anno 2006 è nettamente maggiore del passivo a breve, situazione che ricade nella prima casistica descritta precedentemente. Questo indice va pertanto ad evidenziare la situazione di eccessivo indebitamento già delineata tramite gli indici del livello di indebitamento descritti in precedenza. L'indice di liquidità comunque è andato peggiorando nell'ultimo anno, in quanto nel 2005 risultava molto più equilibrato. Questa situazione è dipesa dal

fatto che nel 2006 Ceramica Magica ha aumentato i mutui passivi esigibili oltre l'esercizio (quindi a medio lungo termine) di circa 8 milioni di €, diminuendo allo stesso tempo all'incirca dello stesso importo i mutui passivi esigibile entro l'esercizio successivo.

Facendo un passo avanti nell'analisi di liquidità dell'azienda, è rilevante individuare la presenza di un equilibrio tra attivo e passivo di breve termine, circostanza che permette all'azienda di fronteggiare meglio le richieste impreviste di rimborsi a breve termine. In questo caso i crediti non vengono considerati in quanto non sono facilmente liquidabili. Stessa cosa accade per il passivo, dove consideriamo solo i debiti finanziari di breve termine, in questo caso coincidenti con i debiti verso banche:

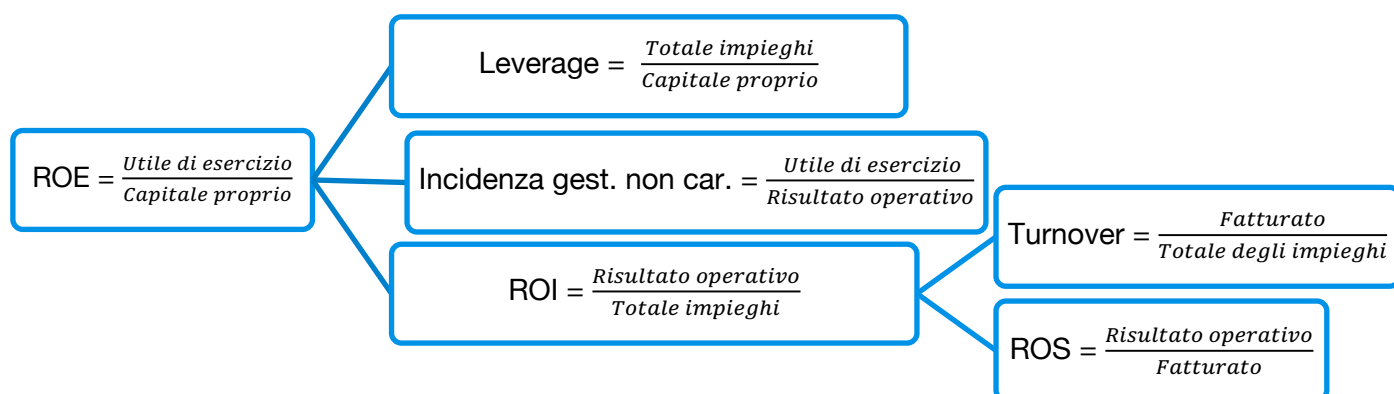
$$\text{Quoziente di liquidità immediata} = \frac{\text{Cassa} + \text{Strumenti finanziari di breve termine}}{\text{Debiti finanziari di breve termine}}$$

	Al 31/12/2006	Al 31/12/2005
Quoziente di liquidità immediata	0,349	0,117

Schema di propria elaborazione

Un indicatore di questo tipo dovrebbe essere il più possibile vicino a 1. In entrambi gli anni l'indicatore denota un'elevata esposizione rispetto al rischio di richieste di rimborso a breve termine. Il leggero miglioramento dell'indice, da 0,117 a 0,349, è riconducibile al fatto che Ceramica Magica in quell'anno ha "trasformato" circa 8 milioni di € di debito di breve termine in debito di medio/lungo termine. Comunque, resta il fatto che una tale situazione denota particolare instabilità rispetto a richieste immediate di rimborso. Il verificarsi di eventi negativi che facciano presagire la difficoltà dell'impresa potrebbe giustificare la richiesta di rimborso immediato da parte della banca creditrice.

Prendendo in analisi la redditività dell'azienda, gli indici considerati sono il ROE e la sua successiva scomposizione tramite metodo Du Pont:



Schema di propria elaborazione

Il ROE è direttamente influenzato dal ROI, dal Leverage e dall'incidenza della gestione non caratteristica. Il rendimento del capitale (ROE) aumenta all'aumentare del rendimento apportato all'azienda dagli investimenti (ROI). Il ROE è altresì dipendente dal Leverage, cioè dal debito, dalla leva finanziaria. Questo indicatore essendo in generale superiore a 1 fa lievitare il ROE. Effetto contrario proviene dall'indice di incidenza della gestione non caratteristica, la quale essendo in quasi tutti i casi minore di 1 fa sì che il ROE diminuisca. Analizzando tale suddivisione in Ceramica Magica, si perviene ai seguenti valori:

	Al 31/12/2006	Al 31/12/2005
ROE	-9,45%	-1,78%
ROI	21,65%	-2,01%
Leverage	1,72	1,71
Incidenza gestione non caratteristica	-25,30%	51,57%
Turnover	6,32	6,27
ROS	3,43%	-0,32%

Schema di propria elaborazione

È possibile notare da tali risultati che il peggioramento del ROE (che comunque era già negativo nel 2005) è dovuto a una gestione non caratteristica negativa e contemporaneamente ad un ROI più elevato. Come precedentemente evidenziato nell'analisi dello stato patrimoniale riclassificato, dal 2005 al 2006 l'azienda aveva operato un cambiamento riguardante i debiti di natura finanziaria, aumentando di circa 8 milioni di € i debiti a lungo termine e conseguentemente diminuendo di circa lo stesso importo i debiti a breve termine. Essendo i debiti a lungo termine generalmente più onerosi (a causa di un tasso di interesse più alto dipeso dal maggior rischio associato al lungo periodo), ne consegue un peggioramento della gestione non caratteristica dovuto a maggiori interessi passivi. Il ragionamento appena esposto viene avvalorato dalla quasi stabilità del leverage: il totale degli impieghi è rimasto pressoché lo stesso e questo sta ad indicare che le fonti di finanziamento non sono aumentate, non essendo aumentato il totale degli impieghi. L'unica modifica effettuata è l'incremento del debito di lungo periodo e la conseguente riduzione del debito a breve.

Altro fattore da mettere in evidenza è il drastico cambiamento del ROI, che è possibile attribuire alla modifica del ROS, essendo il Turnover (il quale indica i cicli produttivi effettuati all'interno dell'anno, ovvero rappresenta il numero di volte in cui il capitale investito ritorna in forma liquida per effetto dei ricavi di vendita) rimasto invariato. Il ROS è il rendimento ottenuto dalle vendite. Un ROS troppo basso, come in questo caso, evidenzia un problema di fatturato per l'impresa, la quale probabilmente vende a prezzi troppo vicini a quelli che sono i costi totali della produzione. Un metodo da utilizzare al fine di aumentare il ROS potrebbe essere l'aumento del prezzo dei beni prodotti o un'efficientamento della produzione con conseguente riduzione dei costi del processo produttivo.

Tendenzialmente, si cerca di ottenere sempre un ROE elevato. Viene considerato generalmente ottimo, per le piccole-medie imprese, il caso in cui tale indice superi del 3% circa il tasso risk free (tale tasso nel 2006 corrispondeva al 3,32%⁵⁶). Bisogna comunque considerare che un ROE troppo alto può derivare da un'alta leva finanziaria, la quale porterebbe problemi di stabilità e solvibilità dell'impresa in casi di condizioni avverse del mercato). Il ROE di Ceramica Magica denota una situazione molto negativa poiché non solo era già negativo nel 2005, ma dal 2005 al 2006 è ulteriormente diminuito dell'8% per le ragioni sopra elencate. Ciò deriva da un'incapacità dell'azienda di ottenere un utile all'interno dell'esercizio. Inoltre, un risultato di esercizio negativo peggiora la possibilità per l'impresa di reperire risorse a titolo di capitale netto ed aumenta il tasso di interesse che gli intermediari richiedono all'azienda dal momento che questa è più rischiosa (a volte

⁵⁶ Dato ottenuto dal sito del Dipartimento del Tesoro al seguente indirizzo:
http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/dati_statistici/Principali_tassi_di_interesse_2006.pdf

un risultato di esercizio negativo può persino azzerare la capacità dell'impresa di trovare finanziamenti).

Come ultima tipologia di indici vengono ora presi in analisi indici di efficienza, in particolare della gestione dei crediti e debiti, pertanto della politica commerciale, di Ceramica Magica.

$$\text{Tempo medio di incasso} = \frac{\text{Crediti verso clienti}}{\text{Fatturato}/365}$$

$$\text{Tempo medio di pagamento} = \frac{\text{Debiti verso fornitori}}{\text{Fatturato}/365}$$

	Al 31/12/2006	Al 31/12/2005
Tempo medio di incasso	131,30	144,90
Tempo medio di pagamento	106,20	106,00

Schema di propria elaborazione

Il tempo medio di incasso indica il tempo medio intercorrente tra la vendita dei prodotti e il relativo incasso. Al contrario il tempo medio di pagamento indica il tempo medio intercorrente tra l'acquisto delle materie prime e dei servizi funzionali per la produzione e il relativo pagamento. Indicativamente una situazione positiva si verifica quando il tempo medio di incasso è minore del tempo medio di pagamento, cosa che non si ha in Ceramica Magica. Inoltre, è possibile notare che il tempo medio di incasso si è ridotto di 13 giorni dal 2005 al 2006. Tale riduzione potrebbe derivare dalla contrazione delle dilazioni di pagamento concesse ai clienti nel tentativo di reperire una maggiore liquidità di breve termine. Nel caso di Ceramica Magica è possibile identificare una causa della riduzione del tempo medio di pagamento nella decrescita dei crediti più che proporzionale a quella del fatturato. In un solo anno i crediti verso clienti dell'azienda si sono infatti ridotto dell'8%. Solitamente si spinge su un innalzamento del tempo medio di incasso con il fine di acquisire quote di mercato, dando quindi più dilazione di pagamento.

Per chiarire quanto di cui sopra, si fa riferimento a dati confrontabili attinenti competitors dell'azienda:

	Competitors (media)	Ceramica Magica
Indice di Incidenza	23,00%	50,75%
Indice di costo	3,30%	113,93%
Indice di liquidità	0,82	0,35
ROE	-1,39%	-9,45%
ROI	6,78%	21,65%
Leverage	9,11	1,72
Incidenza Gest. Non Car.	-2,25%	-25,30%
Turnover	0,66	6,32
ROS	10,20%	3,43%
Tempo medio di incasso	145,84	131,30
Tempo medio di pagamento	174,75	106,20

Schema di propria elaborazione

Come è possibile notare i valori di Ceramica Magica sono preoccupanti: passando in rassegna gli indici è possibile infatti notare che il problema più rilevante risiede nell'indebitamento. Questo è riscontrabile direttamente nell'indice di incidenza e soprattutto in quello di costo, che si distanzia esponenzialmente dalla media dei competitors. Inoltre, anche il ROE è negativo proprio a causa della preponderante incidenza dell'indice di gestione non caratteristica.

Per quanto riguarda il ROS, è possibile individuare in tale indicatore una gestione dei costi non ottimale dal lato della produzione, rispetto alla media del settore. In fine, degni di nota sono anche il tempo medio di incasso e il tempo medio di pagamento. Il primo delinea un'esigenza di liquidità (esigenza che può essere riscontrata anche nell'indice di liquidità, il quale è inferiore alla media) essendo minore della media, cioè l'azienda concede minori dilazioni di pagamento ai clienti. Il secondo indice evidenzia invece una situazione di potere contrattuale molto scarso con i fornitori, delineata dalla bassa dilazione che riesce ad ottenere da questi ultimi.

3.3 La performance dell'impresa dopo il WBO

In questo capitolo si passerà all'analisi di Greslab dal 2012 fino al 2016 al fine di prendere in esame la variazione degli indici di bilancio all'interno di questo periodo. L'attività della cooperativa è iniziata solo a giugno del 2011 e quindi il primo bilancio preso ad esame sarà quello pertinente all'anno 2012. Gli indici utilizzati rispecchiano quelli utilizzati nel paragrafo precedente. I dati presi in esame in questo paragrafo sono stati scaricati da Aida e pertanto in questo caso non è stata elaborata una riclassificazione di bilancio (al contrario di quanto fatto nel paragrafo precedente, i cui dati non erano ottenibili su Aida e pertanto è stata necessaria una riclassificazione di bilancio in questa sede).

Il primo indice analizzato è l'indice di incidenza:

	2012	2013	2014	2015	2016
Indice di incidenza	11%	6%	26%	20%	21%

Schema di propria elaborazione

È possibile notare una dinamica abbastanza incerta, anche se, dal 2014, l'indice di incidenza si è assestato su un valore prossimo al 20%. Contrariamente a quanto fatto precedentemente per Ceramica Magica, sono stati considerati al numeratore solo i debiti di medio lungo termine. Quest'ultima formulazione è più comune per aziende di nuova formazione, mentre la precedente è più spesso utilizzata per imprese già presenti stabilmente sul mercato da vari anni.

Come delineato precedentemente, questo indice varia da 0 a 1 e in questo caso tale evoluzione evidenzia una tendenza a prendere poco debito da parte dell'impresa. Infatti, essendo stato l'indebitamento uno dei maggiori problemi di Ceramica Magica, Greslab ha, come è possibile osservare dai dati, mantenuto un basso livello di indebitamento nei primi anni di operatività. Tale avversione viene inoltre confermata dal fatto che l'azienda ha ricevuto abbondanti finanziamenti a titolo di capitale sociale (CFI, Coopfond, PowerGres Spa, Ceramiche Moma Spa e XIStyle Srl).

Secondo indice posto sotto analisi è l'indice di costo:

	2012	2013	2014	2015	2016
Indice di costo	2,75	4,12	3,64	5,10	7,18

Schema di propria elaborazione

È possibile notare una dinamica dell'indice di costo abbastanza simile a quella dell'indice di incidenza. Infatti, dato che l'indice di incidenza prima esposto considera solamente i debiti a lungo e medio termine, al suo aumentare, l'indice di costo tenderà a sua volta ad aumentare, considerato che il debito di lungo termine richiede una remunerazione maggiore rispetto al debito a breve termine. Pertanto, una tendenza crescente di tale indice risulta più che normale, considerato inoltre il fatto che rimane molto basso rispetto a quello che era l'insostenibile indice di costo proprio di Ceramica Magica nel 2006. Tale indice permette infatti di giudicare la stabilità dell'impresa, cioè se i finanziamenti assunti sono stati utilizzati in modo redditizio.

Passando all'analisi dell'indice di liquidità, sono stati ricavati i seguenti valori:

	2012	2013	2014	2015	2016
Indice di liquidità	0,87	0,79	0,88	0,88	0,89

Schema di propria elaborazione

Tali valori evidenziano una dinamica pressoché stabile, che si attesta attorno allo 0,88. Questo indice dovrebbe essere il più possibile vicino ad 1. Il valore che si presenta in Greslab è quindi molto buono, infatti solo l'11% delle attività a breve termine viene finanziato con passività a lungo termine, diminuendo così il costo del finanziamento.

Passando all'analisi del ROE, è stata ripetuta la scomposizione prima descritta:

	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	-12,08%	2,44%	6,08%	42,94%	70,43%
ROI	5,20%	9,45%	9,93%	13,36%	16,77%
Leverage	4,65	6,20	7,72	11,24	11,71
Incidenza Gest. Non Car.	-50,00%	4,16%	7,92%	28,60%	35,87%
Turnover	0,97	1,19	0,95	0,97	1,07
ROS	5,38%	7,97%	10,46%	13,73%	15,64%

Schema di propria elaborazione

Salta subito all'occhio una tendenza estremamente rialzista del valore del ROE, apportata soprattutto da un aumento imponente dell'incidenza della gestione non caratteristica (anche il ROI e il Leverage hanno contribuito all'aumento del ROE). Un ROE molto alto è remunerativo del rischio sostenuto dall'impresa. L'evoluzione del ROE rispecchia l'andamento dell'azienda negli anni. Infatti, nei primi anni, come ha evidenziato Antonio Caselli nell'intervista svolta, il fatturato è pervenuto per il 70% circa dalle tre aziende private che avevano partecipato al capitale sociale dell'impresa. Tale situazione ha causato vendite all'incirca pari al costo marginale, come sottolinea il valore basso del ROS e del ROI, soprattutto nei primi due anni. Graslub aveva modificato il suo business, rispetto a quello di Ceramica Magica, concentrandosi meramente sulla produzione in conto terzi. Tale pratica ha portato l'azienda a ricominciare da zero in quanto a clienti. Successivamente però l'attività è ripartita, come dimostrano un ROI e un ROS triplicati dal 2012 al 2016.

	2012	2013	2014	2015	2016
Fatturato	8.661.000	14.483.000	14.728.000	16.501.000	18.213.000

Schema di propria elaborazione

Il Fatturato è una chiara prova di quanto detto: in 5 anni è raddoppiato, passando da circa 9 milioni a 18 milioni di €. I circa 9 milioni iniziali erano costituiti per un 70% circa di vendite poco sopra il costo marginale. Tale incidenza è andata diminuendo dal momento in cui la clientela è aumentata.

Come detto precedentemente, l'incidenza non caratteristica ha influito sulla crescita del ROE. Questo indice misura il contributo fornito dai proventi e oneri dell'area atipica, finanziaria, straordinaria e tributaria (area extra caratteristica) alla formazione del reddito netto d'esercizio. Se l'indice è minore di zero, l'azienda è in perdita. Se l'indice è > 1 i proventi delle gestioni extra-caratteristica superano gli oneri delle stesse gestioni e quindi il reddito netto di esercizio è maggiore del reddito operativo. Se l'indice è compreso tra 0 e 1 (come solitamente accade) gli oneri delle gestioni extra-caratteristica superano i proventi e quindi il reddito netto di esercizio è inferiore al reddito operativo. In questo caso l'azienda si trova nell'ultima situazione descritta, data l'incidenza della gestione non caratteristica negativa per effetto del risultato negativo della gestione finanziaria e tributaria.

Altro elemento degno di nota è il Turnover. Possiamo notare che questo è quasi pari ad 1 in tutti gli esercizi e questo significa che il capitale investito ritorna in forma liquida per effetto dei ricavi di vendita una sola volta durante l'anno. Tale limite è comunque attenuato per merito di una dinamica del ROS decisamente buona. L'aumento del ROI è infatti consequenziale all'aumento del ROS e del turnover, anche se tali dinamiche sono contrapposte: all'aumentare del margine di ricavo (ROS), e quindi del prezzo, ne consegue una contrazione delle vendite. Nel caso di Greslab, l'azienda è stata abile nel suo operato, riuscendo ad aumentare il ROS senza ridurre (anzi, apportando un leggero aumento) al Turnover.

In ultima analisi vengono analizzati il tempo medio di incasso e il tempo medio di pagamento:

	2012	2013	2014	2015	2016
Tempo medio di incasso	194,16	175,39	177,42	206,23	167,55
Tempo medio di pagamento	188,63	187,77	167,19	179,27	155,01

Schema di propria elaborazione

È possibile notare che il divario tra tempo medio di incasso e tempo medio di pagamento è rimasto generalmente costante. Rimane comunque il problema che, pur essendoci un gap di pochi giorni, i

debiti vengono pagati solitamente prima della riscossione dei crediti. Comunque, essendo buoni i valori degli indici analizzati in precedenza, l'azienda avrebbe la possibilità di richiedere, ad esempio, anticipi sulle fatture a bassi tassi di interesse. Quindi, pur considerando il fatto che il tempo medio di pagamento dovrebbe tendenzialmente essere maggiore del tempo medio di incasso, questo leggero squilibrio si suppone non crei troppi problemi all'azienda.

Inoltre, è identificabile una dinamica decrescente nei due dati, che da una parte (tempo medio di pagamento) delinea un decremento di potere contrattuale nei confronti dei fornitori, non potendo dilazionare maggiormente i pagamenti, mentre dall'altra (tempo medio di incasso) evidenzia un maggiore potere contrattuale nei confronti dei clienti. Probabilmente tale riduzione del tempo medio di incasso è dovuta alla modifica apportata alla base clienti, che in precedenza era rappresentata per il 70% dalle tre aziende private coinvolte nel capitale sociale, le quali, si presume, potessero ottenere condizioni contrattuali migliori.

3.4 La performance di Greslab rispetto ai competitors

In tale paragrafo verrà presa nuovamente in analisi la performance di Greslab, considerata però rispetto alla media del settore. Per identificare tale media, sono state analizzate le 9 aziende comparabili in quanto a fatturato, all'interno della stessa categoria ATECO (cioè sono state messe a confronto aziende aventi ricavi simili derivanti da vendite di prodotti e servizi). Tale metodo di confronto non tiene conto dell'efficienza nei costi delle imprese, ma le considera solo in base alla loro "dimensione", lasciando l'efficienza nella gestione come una variabile da prendere in analisi.

	2012		2013		2014		2015		2016	
	Greslab	Competitors	Greslab	Competitors	Greslab	Competitors	Greslab	Competitors	Greslab	Competitors
Indice di Incidenza	0,11	0,29	0,06	0,25	0,26	0,28	0,20	0,29	0,21	0,25
Indice di costo	2,75	7,02	4,12	6,26	3,64	5,89	5,10	9,30	7,18	12,95
Indice di liquidità	0,87	0,84	0,79	0,72	0,88	0,77	0,88	0,68	0,89	0,76
ROE	-12,08%	-2,36%	2,44%	-0,44%	6,08%	2,44%	42,94%	-34,02%	70,43%	5,52%
ROI	5,20%	5,36%	9,45%	4,95%	9,93%	2,97%	13,36%	4,19%	16,77%	6,24%
Leverage	4,65	8,93	6,20	8,87	7,72	8,39	11,24	9,37	11,71	7,92
Incidenza Gest. Non Car.	-50,00%	-4,92%	4,16%	-1,01%	7,92%	9,78%	28,60%	-86,68%	35,87%	11,16%
Turnover	0,97	0,48	1,19	0,49	0,95	0,51	0,97	0,57	1,07	0,64
ROS	5,38%	11,26%	7,97%	10,15%	10,46%	5,78%	13,73%	7,40%	15,64%	9,77%
Tempo medio di incasso	194,16	166,73	175,39	160,63	177,42	156,08	206,23	173,91	167,55	115,65
Tempo medio di pagamento	188,63	174,80	187,77	190,54	167,19	188,82	179,27	178,88	155,01	176,07

Schema di propria elaborazione

Prima analisi è quella riguardante indice di incidenza e indice di costo. Per quanto riguarda questi due indici, i valori attestati per Greslab sono sempre inferiori alla media del settore, pur aumentando nel tempo. Questo implica un inferiore utilizzo di leva finanziaria da parte dell'azienda rispetto a quello del settore. Tale minor livello di leva finanziaria, associato a buone performance in linea generale, permette a Greslab di ottenere un costo del debito decisamente inferiore ai suoi competitor, conferendogli così un vantaggio competitivo rispetto alle altre aziende.

È possibile estendere tale analisi anche all'indice di liquidità: quest'ultimo valore risulta per Greslab sempre maggiore alla media del settore. Ciò implica che Greslab usa una quantità di debito a medio/lungo termine minore della media dei suoi competitor per finanziare il suo attivo circolante, potendo così usufruire di tassi di interesse più bassi. Non bisogna comunque mal interpretare questo indice: non significa che Greslab non utilizza debito a lungo termine, ma che ne utilizza una quantità ridotta al fine di finanziare l'attivo circolante.

Ponendo ora sotto analisi il ROE, le osservazioni che possono essere tratte riguardano l'ampia differenza che intercorre tra il valore di Greslab e quello dei competitor. Possiamo infatti affermare che Greslab, dopo i primi anni, è stata, ed è tuttora, un esempio di impresa virtuosa sotto questo punto di vista. Tale andamento del ROE dipende principalmente da una differenza data dall'incidenza di tutte e tre le sue componenti. Infatti, è possibile notare come il ROI, dal 2014, si è sempre attestato su un valore circa tre volte maggiore di quello della media del mercato. Questo indica che gli investimenti fatti dall'azienda sono più fruttuosi di quelli delle altre aziende (probabilmente ciò dipende dal posizionamento strategico di Greslab, la quale ha deciso di operare solo come terzista). Molta importanza assume il ROI poiché riguarda l'attività tipica dell'azienda, dalla quale provengono i cash flow principali.

Altro importante rapporto da considerare è il Turnover. Prima si è constatato che un Turnover all'incirca uguale a 1 non è, generalmente, un buon valore, in quanto significa che il valore dell'attivo ritorna in forma liquida una sola volta durante l'anno. Ora però è necessario considerare che la media del settore riguardo a questa variabile è di gran lunga minore di quella di Greslab, assestandosi in un intervallo tra 0,5 e 0,65 circa. Pertanto, il valore prima definito di dubbia positività è da riconsiderare alla luce di quella che è l'attività tipica di un'azienda di questo settore. Pertanto, è doveroso sottolineare che il turnover di Greslab, rispetto al suo ramo merceologico, è molto positivo, assestandosi tra i valori più alti.

Infine, vengono analizzati il tempo medio di incasso e il tempo medio di pagamento. In questo caso i valori di Greslab sono, per quanto riguarda il tempo medio di incasso, sempre più alti della media. Tale tendenza potrebbe essere in parte dipesa dal fatto che Greslab, essendo un'impresa neonata, ha posto in essere una politica volta all'allargamento della sua base clienti, elargendo dilazioni di pagamento più lunghe. Infatti, come anticipato nell'introduzione di questo capitolo, Greslab non ha preso nessun cliente o fornitore dalla vecchia Ceramica Magica, circostanza dovuta ad un drastico cambio nel progetto industriale.

I valori del tempo medio di pagamento sono invece tendenzialmente più bassi, anche se non per tutti gli esercizi. Questo rapporto quindi conferma il fatto che, essendo un'impresa di nuova costituzione, e avendo rinnovato il suo parco fornitori, non ha molto potere contrattuale con questi ultimi, i quali quindi richiedono pagamenti in tempi più rapidi. Inoltre, sempre per la stessa motivazione, Greslab, non avendo uno storico di relazioni con i fornitori, li avrebbe trovati riluttanti a fidarsi concedendo dilazioni più lunghe.

3.5 Conclusioni

Dopo l'analisi appena conclusa è pertanto possibile affermare che, mentre Ceramica Magica era un'azienda in profonda crisi, Greslab è un'azienda totalmente nuova che, grazie ai suoi lavoratori, è riuscita a costruire una struttura perfettamente funzionante.

Prima di tutto è possibile notare che l'indebitamento dell'impresa, come delineato precedentemente, è diminuito drasticamente, facendo così diminuire conseguentemente anche gli oneri ad esso connessi. Ciò non è da sottovalutare in quanto un indebitamento minore porta costi per interessi minori. Inoltre, bisogna evidenziare che i ROE delle due aziende (Ceramica Magica e Greslab) sono nettamente diversi, per le ragioni sopra evidenziate. Infatti, mentre nella prima il ROE era persino divenuto negativo, delineando una situazione di perdita per l'azienda, in Greslab non solo è divenuto positivo con il passare degli anni, ma ha pure superato la media del settore.

È pertanto possibile concludere che, come volevasi dimostrare, il processo di WBO è riuscito a risanare quelli che erano i problemi principali della precedente azienda: l'indebitamento ed un ammontare di costi della produzione eccessivo rispetto ai ricavi prodotti (tale dinamica è riscontrabile soprattutto nel ROS, il quale in Ceramica magica era eccessivamente basso se non negativo). La struttura è stata completamente riorganizzata, focalizzandosi su un fatturato minore ma con un

maggiore valore aggiunto. Tale cambiamento non sarebbe stato possibile in una società quale Ceramica Magica, la cui condizione finanziaria era troppo compromessa per essere recuperata. Il WBO ha proprio questo fine: riuscire a far nascere una nuova azienda dalle macerie della precedente, salvaguardando così anche la maggior parte dei lavoratori.

Esistono certamente dei punti da migliorare, ma con il tempo l'azienda acquisirà certamente più autorevolezza, migliorando così il suo potere contrattuale e riuscendo ad aumentare la sua base di clientela. Le basi per la creazione di una buona impresa esistono e le prospettive sono rosee.

Conclusioni

Sono stati analizzati nel profondo sia la più ampiamente utilizzata categoria del Leveraged Buyout, sia quella più specifica denominata Workers Buyout. Nella prima è stato evidenziato lo scopo di acquisizione e partecipazione nell'impresa esistente, mentre nel Workers Buyout il fine principale è la ristrutturazione aziendale e pertanto, pur rientrando entrambe sotto la generale categoria del buyout, le due hanno scopi totalmente differenti.

Si è proceduto sia con un'analisi qualitativa, riguardante l'argomento e la teoria ad essa associata, sia con un'analisi quantitativa, svolta tramite un caso studio di un'azienda che è stata realmente soggetto di Workers Buyout. Sono state evidenziate rispettivamente le situazioni pre e post WBO, comparando i risultati con la media del settore. Ciò ha evidenziato come Ceramica magica negli ultimi anni ha avuto un andamento estremamente negativo rispetto alle performance, cosa che ha comportato prima il concordato preventivo e successivamente la dichiarazione di fallimento.

Grazie alla pratica del Workers Buyout la fabbrica è rinata più forte di prima, come è possibile osservare dai vari indici utilizzati durante l'analisi dello stato patrimoniale e del conto economico. Soprattutto due fattori sono stati ampiamente modificati:

1. Indebitamento, il quale è diminuito esponenzialmente successivamente al WBO, permettendo all'impresa di minimizzarne i costi associati (spese per interessi)
2. Assetto produttivo, concentrandosi su prodotti ad alto valore aggiunto, riuscendo così a risollevarne un ROS precedentemente insostenibile

Tali modifiche, come precedentemente evidenziato, sono difficilmente apportabili in situazioni normali, cioè senza ricorrere al WBO. In primo luogo, l'indebitamento non può essere risolto in tempi brevi, soprattutto perché le aziende molto spesso operano con un livello di leva finanziaria molto alto, che se da una parte permette loro di aumentare gli investimenti e conseguentemente i profitti, dall'altra portano il rischio intrinseco dell'alta probabilità di fallimento. In secondo luogo, l'assetto produttivo: un'azienda in difficoltà finanziaria difficilmente riuscirà a soddisfare l'esigenza di rinnovamento dell'assetto produttivo non avendo i mezzi per sostenere l'acquisto di nuovi macchinari e di nuove competenze più performanti.

Tale processo viene svolto alla perfezione dalla pratica del Workers Buyout, che permette alla maggior parte della forza lavoro di conservare il proprio impiego, e allo stesso tempo fa sì che l'azienda possa adoperare cambiamenti strutturali notevoli senza grandi problematiche. Questo è dimostrato dall'analisi svolta su Ceramica Magica e Greslab. Quest'ultima ora, non solo è un'azienda in buone condizioni (con bassi livelli di indebitamento e un ottimo ROS), ma è perfino riuscita in pochi anni di attività a posizionarsi sopra la media del settore in quanto a redditività.

Riferimenti Bibliografici

Fabiana A., Roberta C., Germana C., Maddalena M., Alberto R (2010), *L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore*, <http://doczz.it/doc/2618732/l-esop--uno-strumento-per-l-impresa-minore> , Dossier Adapt

Andrea B., Salvatore M., (2016), *The co-operative firm keywords*, <http://romatrepress.uniroma3.it/ojs/index.php/key/article/view/740/736>, RomaTrE-Press, Roma

CECOP-CICOPA (2013), *Business Transfers to Employees under the Form of a Cooperative in Europe, Opportunities and Challenges*, http://www.cecop.coop/IMG/pdf/bussiness_transfers_to_employees_under_the_form_of_a_cooperative_in_europe_cecop-4.pdf , CECOP – CICOPA Europe

Paola D., Salvatore M. (2015), *Workers' buyout: Corporate Governance e sistemi di controllo*, <http://romatrepress.uniroma3.it/ojs/index.php/workers/article/view/1550/1540>, RomaTrE-Press, Roma

Kaufman, J. (1989). *Democratic ESOPs: Can Workers Control Their future?*, https://www.jstor.org/stable/40862064?seq=1-page_scan_tab_contents , *The Labor Lawyer* vol.5, no.4, pp. 825-843

Salvatore M., Giulia N., Laura P., Alessio R. (2017), *Workers Buyout: the italian experience, 1986-2016*, [http://doi.org/10.9770/jesi.2017.4.4\(10\)](http://doi.org/10.9770/jesi.2017.4.4(10)) *Entrepreneurship and sustainability issues* 4(4), pp. 526-539

Jonathan O. (2002), *Note on Leveraged Buyouts*, http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/LBO_Note.pdf Tuck School of Business, Dartmouth College

Andés R., Marcello V. (2015), *Argentina's Worker-Recuperated Enterprises, 2010- 2013: A Synthesis of Recent Empirical Findings* <http://www.jeodonline.com/sites/jeodonline.com/files/articles/2015/08/13/4ruggeri-vieta13aug2015.pdf>, volume 4, pp. 75-103

Joshua R., Joshua P. (2013), *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers & Acquisition*, Wiley, Stati Uniti, pp.199-245

Kimberly R., Corey B. (2017), *Dividend Recapitalization Trends, Seize Opportunity and Mitigate Risk Before the Window Closes*; https://www.alvarezandmarsal.com/sites/default/files/53991_02788_gess_ic_dividend_recaps_report_v4.pdf

Patrizia T. (2013), *Proposta di risoluzione del parlamento europeo sul contributo delle cooperative al superamento della crisi*, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A7-2013-0222+0+DOC+XML+V0//IT>

Marcello V., (2015) “The Italian Road to Creating Worker Cooperatives from Worker Buyouts: Italy’s Worker-Recuperated Enterprises and the Legge Marcora Framework”, <http://www.euricse.eu/it/publications/wp-7815-the-italian-road-to-creating-worker-cooperatives-from-worker-buyouts-italys-worker-%C2%ADrecuperated-enterprises-and-the-legge-marcora-framework/> , Euricse Working Papers, 78|15

Marcelo V., Sara D., Antonella C. (2017), *The italian road to recuperating enterprises and the Legge Marcora framework*, http://www.euricse.eu/wp-content/uploads/2017/03/15_17-Rapporto-Vieta-Depedri-Carrano-1.pdf, Euricse research report

Alberto Z., Antonio Z., François S., Adrian Z. (2011), *Beyond the Crisis: Cooperatives, Work, Finance*, http://www.cecop.coop/IMG/pdf/beyond_the_crisis_english-2.pdf, CECOP publications

Appendice

Bilancio Ceramica Magica Riclassificato:

Attivo stato patrimoniale:

		Al 31/12/2006	Al 31/12/2005
1) Liquidità			
1.1) Immediate			
1.1.1) Crediti verso soci per versamenti dovuti		-	-
1.1.2) Disponibilità liquide		4.416.001	2.228.595
1.1.3) Attività finanziarie non immobilizzate			
1.1.3.1) Partecipazioni in controllate		-	-
1.1.3.2) Partecipazioni in collegate		18.617	18.617
1.1.3.3) Altre partecipazioni		-	-
1.1.3.4) Azioni proprie		-	-
1.1.3.5) Altri titoli		-	-
Totale liquidità immediate		4.434.618	2.247.212
1.2) Differite			
1.2.1) Crediti entro 12 mesi		17.212.920	19.457.203
1.2.2) Ratei e risconti attivi annuali		804.995	1.006.646
Totale liquidità differite		18.017.915	20.463.849
Totale Liquidità		22.452.533	22.711.061
2) Disponibilità			
2.1) Rimanenze			
2.1.1) Materie prime		600.900	470.000
2.1.2) Prodotti in corso di lavorazione		-	-
2.1.3) Lavori in corso su ordinazione		-	-
2.1.4) Prodotti finiti e merci		17.055.584	15.383.000

2.1.5) Acconti		-	-
Totale disponibilità		17.656.484	15.853.000
3) Attivo corrente (1+2)		40.109.017	38.564.061
4) Attivo immobilizzato			
4.1) Immobilizzazione immateriali		1.324.454	1.258.217
4.2) Immobilizzazioni materiali		5.770.530	5.809.197
4.3) Immobilizzazioni finanziarie		24.455	22.283
Totale attivo immobilizzato (4)		7.119.439	7.089.697
5) Totale impieghi o capitale investito (3+4)		47.228.456	45.653.758

Passivo dello stato patrimoniale:

		Al 31/12/2006	Al 31/12/2005
6) Passività correnti			
6.1) Debiti entro 12 mesi			
6.1.1) Debiti verso fornitori		13.094.198	12.913.349
6.1.2) Debiti verso imprese collegate		-	-
6.1.3) Debiti tributari entro 12 mesi		983.269	657.014
6.1.4) Debiti verso istituti previdenziali		345.982	458.584
6.1.5) Debiti per TFR		1.957.367	1.766.293
6.1.6) Altri debiti		594.988	664.430
6.1.7) Acconti da clienti		665	-
6.1.8) Debiti verso banche		12.704.716	19.158.598
6.1.9) Debiti rappresentati da titoli di credito		78.838	78.838
6.2) Fondi per rischi ed oneri entro i 12 mesi		317.076	340.373
6.3) Ratei e risconti passivi annuali		875.585	873.940
Totale passivo corrente		30.952.684	36.911.419
7) Passività consolidate			
7.1) Debiti oltre 12 mesi			
7.1.1) Debiti verso banche		7.919.013	-
7.1.2) Debiti rappresentati da titoli di credito		78.838	157.676
7.2) Fondi per rischi ed oneri oltre 12 mesi		411.246	327.950

7.3) Ratei e risconti passivi pluriennali e aggi		-	-
Totale passività consolidate		8.409.097	485.626
8) Patrimonio netto			
8.1) Capitale sociale		4.128.000	4.128.000
8.2) Riserve		4.110.102	4.183.593
8.3) Utile/perdita di esercizio		-390.044	-73.488
Totale patrimonio netto		7.848.058	8.238.105
9) Totale fonti di finanziamento (6+7+8)		47.209.839	45.635.150

Conto economico a valore aggiunto:

		Al 31/12/2006	Al 31/12/2005
A) Valore della produzione caratteristica			
A.1) Ricavi da vendite e prestazioni		44.999.647	44.457.196
A.4) Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni		312.184	-
A.5) Altri ricavi e proventi		70.523	132.484
Totale valore della produzione		45.382.354	44.589.680
B) Costi della produzione			
B.6) Costo delle materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci		20.564.135	20.462.444
B.7) Costi per servizi		14.428.678	14.306.001
B.8) Costi per godimento beni di terzi		1.600.358	2.098.625
B.9) Costi per il personale		7.408.685	7.254.954
B.11) Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci		-1.803.484	-906.250
B.14) Oneri diversi di gestione		394.908	355.359
Totale costi della produzione		42.593.280	43.571.133
Margine operativo lordo (EBITDA)		2.789.074	1.018.547
B.10) Ammortamenti e svalutazioni		1.247.470	1.161.049

Reddito operativo (EBIT)		1.541.604	-142.502
Risultato gestione finanziaria		-1.288.773	504.496
Risultato prima delle imposte		252.831	361.994
Imposte sul reddito di esercizio		642.875	435.479
Utile (perdita) di esercizio		-390.044	-73.485